

國立臺灣大學社會科學院經濟學系



碩士論文

Department of Economics

College of Social Sciences

National Taiwan University

Master Thesis

台灣F股股票報酬率影響因素之實證研究

An Empirical Investigation on the Determinants of

Foreign Stock Returns in Taiwan

歐家銘

Chia-Ming Ou

指導教授：謝德宗 博士

Advisor: Der-tzon Hsieh, Ph.D.

中華民國 103 年 6 月

June, 2014

誌謝



在台大經濟系 6 年的求學生涯要在這篇論文完成後正式的告一段落了，回想起來時光飛逝匆匆，轉時間即將離開這擁有許多難忘回憶的徐州路社科院。這段期間非常感謝指導教授謝德宗老師從大學以來的教導和在我申請研究所推甄以及獎學金上的全力協助，碩班更從老師身上得到很多不管是關於論文，還是求職的寶貴建議和分享，讓我可以一邊按照進度順利的完成碩文，同時還能夠盡力準備競爭激烈的求職面試，若沒有教授這般的提攜，今日的我肯定還在跌跌撞撞的到處摸索。

感謝從大學一路認識到現在的立德、俊宏、霖昇、李易、端霖和瑞夫，有緣的我們一起上了碩班，再度當了兩年的同學，這 2 千多個日子以來，與你們創造了太多太多我這輩子在學生生涯中所擁有的最美好回憶，這份友誼實屬珍貴，永存我心。

碩班甫結識的佑瑄、冠霖、富文、瑞應、健哲、彥含和茹茵等眾多好朋友，在生活、課業、求職路上有你(妳)們的陪伴真好，祝福大家都能實現自己的夢想。

最後，感謝我的父母親，今日我所達成的任何成就，都是你們一路拉拔、栽培我而得來的，謝謝你們給我這麼好的機會，讓我可以盡情揮灑自己的人生！

家銘，在此致上最誠摯的謝意，謝謝你(妳)們。

歐家銘 謹誌

民國 103 年 6 月

摘要



1980 年代以來因勞動與土地成本不斷上漲，台商為維持本身的競爭力逐漸轉往生產成本相對低廉的國家設廠，選擇地點以中國大陸以及東南亞國家為主。赴海外投資設廠的台資企業因為資金需求或拓展市場的考量，而在當地掛牌上市的情形屢見不鮮，目前台商於海外上市的地點主要集中於香港、新加坡、泰國、中國大陸與越南。

因近年來台商紛紛赴海外鄰近市場上市，2002 年開始，新增上市公司家數逐年遞減，且減少幅度驚人，此現象不僅反映台灣資本市場的國際競爭力逐漸喪失，也將造成台灣的證交稅收短少和匯回股利減少。是以政府於 2008 年通過《推動海外企業來台掛牌一二三企劃》以及相關放寬上市限制，就是要鼓勵目前在海外投資的台商回台上市，以活絡台灣證券市場，提高台灣在國際資本市場競爭力和促進台灣經濟成長。目前 F 股上市家數逐年增加，在總市值、成交金額、成交量、成交筆數等數據上表現亮眼，且持續成長中。

本研究運用台灣證交所 2012-2013 年計 8 季共 9 家 F 股企業的個股報酬率資料，並以資本額大小做區分後，使用橫斷面時間序列分析法模型(Panel Data Model)進行實證研究，探討台股指數、美國道瓊指數、外資持有比率、成交量周轉率、營收成長率以及大股東持有比率對 F 股股價報酬率的影響。實證結果如下：

一、資本額小：道瓊指數報酬率、成交量周轉率以及大股東持有比率對其股價報酬率有正向影響，且在統計上顯著。

二、資本額大：外資持有比率、成交量周轉率和營收成長率其股價報酬率有正向影響，且在統計上顯著。

關鍵字：第一上市、橫斷面時間序列分析法模型、外資持有比率、周轉率、營收成長率、大股東持有比率

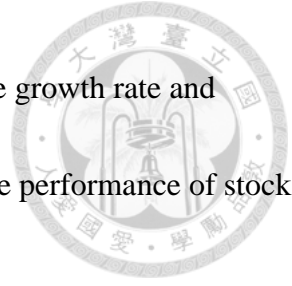
Abstract



The continued rising labor and land costs in the 1980s have forced Taiwanese companies to look for cheaper manufacturing base overseas to maintain their competitiveness among other foreign competitors. The ideal location for them was Mainland China and Southeastern Asian Nations. Since companies were engaged in lots of business activities, it is likely that they would tap into local capital market and choose to go public abroad in order to raise money, or gain name recognition. Hong Kong, Singapore, Thailand, Mainland China and Vietnam are currently the most common destination for overseas listing.

The phenomenon takes a toll on Taiwan capital market, since 2002 the number of newly public listings has been on a dramatic decline. To solve this problem and encourage more foreign issuers apply for primary stock listing in Taiwan, the administration has passed few bills since 2008. At present, there are 38 foreign companies take the advantage and go public. Their shares are not only frequently being traded, but in a pretty huge volume.

The research chooses 9 out of these 38 companies, separated into two groups by amount of paid-up capital, and collects a time span of two years trading-related data from TWSE. Since the data is cross-section and time-series, which is called panel data, it is appropriate and legit for us to use panel data model to analyze. The research includes six variables, which are TAIEX, Dow Jones



Industrial Average Index, foreign shareholding ratio, turnover rate, revenue growth rate and blockholder shareholding ratio, to determine whether they can influence the performance of stock returns. The results are shown below:

1. Smaller company: Three variables, Dow Jones Industrial Average Index, turnover rate and blockholder shareholding ratio have a statistical significant positive effect on the stock returns.
2. Larger company: Three variables, foreign shareholding ratio, turnover rate and revenue growth rate have a statistical significant positive effect on the stock returns.

Keywords: Primary Stock Listing, Panel Data Model Analysis, Foreign Shareholding Ratio , Turnover Rate, Revenue Growth Rate, Blockholder Shareholding Ratio

目 錄



第一章	導論.....	1
1.1	研究背景與動機.....	1
1.2	研究目的.....	3
1.3	研究架構.....	4
第二章	台商海外上市現況.....	5
第三章	文獻回顧.....	26
第四章	研究方法.....	33
4.1	計量方法與實證模型建立.....	33
4.2	資料來源.....	38
4.3	變數說明.....	44
第五章	實證結果分析.....	48
5.1	模型檢定.....	48
5.2	實證結果分析.....	50
第六章	結論與建議.....	54
	參考文獻.....	56

表目錄



表 2-1	台商於香港交易所掛牌現況.....	7
表 2-2	台商於新加坡交易所掛牌現況.....	14
表 2-3	台商於泰國交易所掛牌現況.....	18
表 2-4	台商於中國大陸交易所掛牌現況.....	21
表 2-5	台商於越南交易所掛牌現況.....	23
表 2-6	台商於其他海外交易所掛牌現況.....	24
表 2-7	台商海外上市家數統計—依上市地點.....	25
表 4-1	第一上市歷年掛牌統計.....	38
表 4-2	2011-2013 年 9 家 F 股的 EPS 統計.....	42
表 4-3	持有至不同期限之股票報酬率.....	43
表 4-4	變數說明.....	45
表 4-5	敘述統計.....	45
表 4-6	外資持有比率.....	46
表 4-7	成交量周轉率.....	47
表 4-8	合併營業收入淨額增減百分比.....	47
表 4-9	大股東持有比率.....	47
表 5-1	檢定量表.....	48
表 5-2	研究變數間的簡單相關分析.....	49
表 5-3	區分資本額大小之模型估計結果.....	50
表 5-4	個股報酬率與變數間關係彙總.....	52
表 5-5	不區分資本額大小之模型估計結果.....	53

圖目錄



圖 1-1	台灣證券市場上市年度家數統計.....	2
圖 1-2	研究架構.....	4
圖 2-1	投審會核准對香港投資統計.....	6
圖 2-2	台商歷年於香港交易所掛牌家數統計.....	12
圖 2-3	投審會核准對新加坡投資統計.....	14
圖 2-4	投審會核准對泰國投資統計.....	17
圖 2-5	投審會核准對中國大陸投資統計.....	20
圖 2-6	投審會核准對越南投資統計.....	23
圖 3-1	2008 年台商赴中國大陸投資動機統計.....	30
圖 3-2	2008 年台商赴海外(中國大陸以外)投資動機.....	30
圖 3-3	2013 年台商赴中國大陸投資動機統計.....	31
圖 3-4	2013 年台商赴海外(中國大陸以外)投資動機統計.....	31
圖 4-1	2011-2013 年 9 家 F 股的 EPS 走勢.....	43
圖 4-2	持有至不同期限之股票報酬率走勢.....	44
圖 4-3	台股加權指數報酬率.....	46
圖 4-4	美道瓊指數報酬率.....	46

第一章 導論



1.1 研究背景與動機

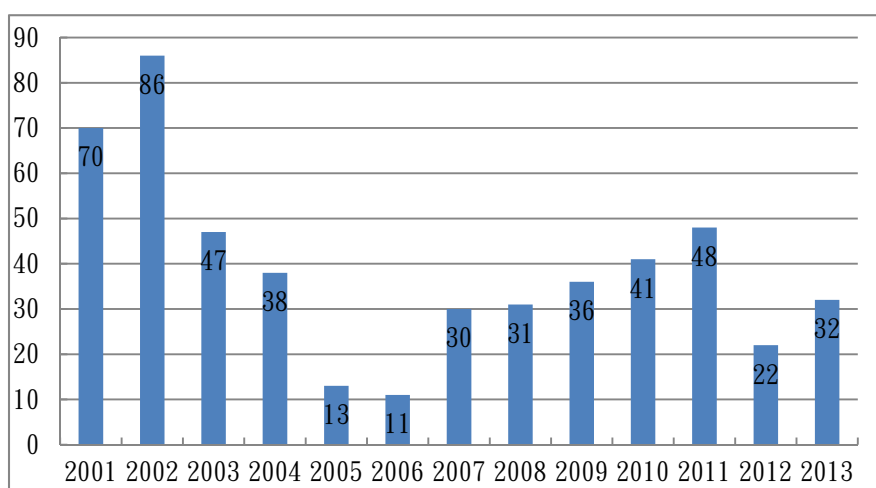
21 世紀以來，隨著通訊設備與網際網路技術持續進步成熟，加速世界金融一體化與資本流動全球化發展，各國證券交易所營運面臨更為競爭的市場環境。傳統思維模式已明顯不足以因應此一潮流，交易所必須提供效率交易機制、便捷作業流程，以及更有誘因條件來吸引國內外資金，方能在國際資本市場上佔有一席之地。

台灣證券市場發展日趨健全成熟，但是過去幾年政府規定一般企業赴大陸投資金額不得超過其淨值之 40%，且對製造業、服務業、高科技產業、基礎建設和農業亦以負面表列方式制定許多禁止項目，相對國際企業紛赴大陸地區進行全球佈局、搶佔其龐大市場，台資企業發展空間明顯受到限縮，從而促使部分企業為了資金需求而將大陸子公司獨立出來在香港上市。然而企業在台灣證券市場掛牌上市(櫃)，相較於大陸或其他海外證券市場具有較佳流動性及周轉率、市場資金充沛、籌資成本低等優勢，更重要的是，自 2009 年開始，政府對大陸投資政策改弦易轍，鬆綁上述 40%的限制，並解除取得營運總部資格和跨國企業在台子公司募集資金後投資大陸金額的上限，而台灣證券交易所也開始積極爭取台商回台上市櫃，其他後續政策也是朝此方向制定。

自 2009 年 4 月 28 日中國旺旺在台灣證券交易所發行 TDR 掛牌，成為政府推動來台第二上市的第一家外國企業。由於中國旺旺股價於掛牌後連續出現 9 天漲停行情引發市場熱烈迴響，從而揭開外國企業來台第二上市熱潮。不過好景不常，截至 2011 年 3 月，25 檔 TDR 中已有 13 檔跌破承銷價，2012 年 2 月 27 日爾必達宣告破產，29 日被打入全額交割股，同年 3 月 28 日下市，讓投資人血本無歸。2013 年 8 月 2 日中國旺旺

因在外流通股數遽減，加上考慮TDR持有人數、成交量與流通量均已不高等因素下，決議向台灣證交所申請下市，成為TDR企業自願終止上市首例。種種負面事件讓TDR市場交易不如以往熱絡，甚至趨於冷清。探究其原因，TDR市場陷入發展困境可能是來自上市企業體質不佳、知名度不高、上市承銷價過高，以及財務透明度低等不利因素，讓投資人不敢貿然進場。

與此同時，行政院在 2008 年 3 月 5 日為擴大台灣資本市場規模及吸引台商回台，通過《推動海外企業來台掛牌一二三企劃》，開放海外企業來台第一上市(櫃)及登錄興櫃股票。《一二三計畫》內容分別為：一是指「第一掛牌」，新增第一上市掛牌交易(F 股)，此係相對目前只有第二上市的 TDR；二是指可以投入兩大市場，分別是興櫃市場與一般上市櫃市場；三是指三大好處，即促進企業與台灣緊密連結、滿足投資人多元需求、提升台灣資本市場國際化與競爭力。

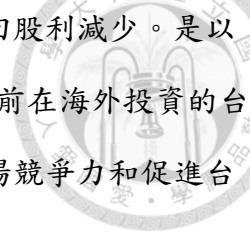


註：家數統計包含上櫃轉上市、TDR、F 股

資料來源：台灣證券交易所，本研究整理

圖 1-1 台灣證券市場上市年度家數統計

圖 1-1 顯示：在 2002~2006 年間，新增上市公司家數逐年遞減，且減少幅度驚人，原因與近年來台商紛紛赴海外鄰近市場上市有關，此現象不僅反映台灣資本



市場逐漸喪失國際競爭力，也會造成台灣的證交稅收短少和匯回股利減少。是以政府於 2008 年起採取開放措施以及相關放寬上市限制，鼓勵目前在海外投資的台商回台上市，進而活絡台灣證券市場，提高台灣在國際資本市場競爭力和促進台灣經濟成長。

台灣資本市場目前呈現出「TDR 消、F 股長」的趨勢，F 股的股價表現明顯優於 TDR，且就近年來兩者上市家數、總市值、成交金額、成交量以及成交筆數發展走勢來看，從 2011 年開始，F 股在上述統計資料上均大幅成長，而 TDR 則每下愈況，兩者形成相當大的對比。尤其在爾必達事件爆發及旺旺聲請下市後，更可看出 F 股將取代 TDR 的趨勢。

F 股在台灣證券市場的發展歷程較短，目前相關研究以與 TDR 之比較，或 IPO 後短期報酬率是否出現異常現象為主。本研究將介紹台商海外主要掛牌上市地點，以及探討影響 F 股企業股價報酬率的因素，以期對來台第一上市企業有更深入的了解。

1.2 研究目的

近年來政府積極追求將台灣打造成亞洲主要資本市場的競爭者，而台商在此發展目標上不僅扮演重要角色，也是此政策下的先驅。F 股的蓬勃發展和出色的股價表現，讓投資人獲取豐厚報酬，尤其是 F 股不僅享有新台幣 600 萬元的股利所得免稅，以及無須扣繳 2% 的健保費，相對投資本國股票有利，從而成為台灣投資人的新寵。

為求瞭解台商掛牌上市背後動機與考量，本研究針對台商偏好的主要海外掛牌交易所做現況介紹。其次，將自 2009 年來台第一上市的 F 股企業中，挑選出 9 家



獲利佳、股票表現出色的企業進行股價報酬率實證研究，以期進一步理解F股股價訂價機制，並嘗試從中找出影響股價的重要因子，從而提供投資人或主管機關參考。

1.3 研究架構

本文研究架構如圖 1-2 所示，共分成五章：

第一章：導論。說明研究背景與動機、研究目的。

第二章：文獻探討。第一部分介紹企業海外掛牌動機和企業上市地點偏好，以及資產定價模型；第二部分分別介紹台商海外主要上市地現況。

第三章：研究方法。包含計量方法實證模型建立、檢定方法，資料來源與簡介本研究選取的 9 家企業，最後為變數說明。

第四章：實證結果分析。包含模型檢定、實證結果分析。

第五章：結論與建議。本研究結論以及未來研究方向和建議。

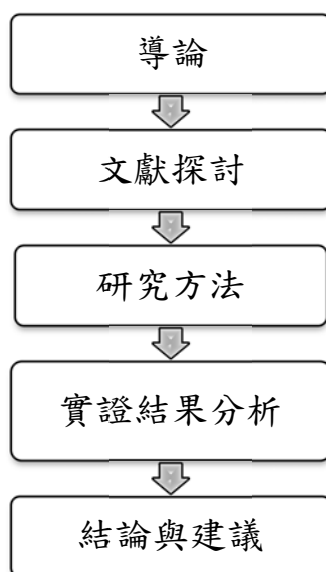


圖 1-2: 研究架構

第二章 台商海外上市現況



自1980年代起，台灣廠商面臨勞動與土地成本逐年上揚，為求生存紛紛將生產基地轉往海外，主要目的地有東南亞和中國大陸。這些企業籌資或業務拓展考量，在海外上市情形也愈加普遍，目前台商在海外上市的地點主要集中在香港、新加坡、泰國、中國大陸和越南等國。以下分別介紹這些國家的金融市場概況與台商掛牌現況。

(一)香港

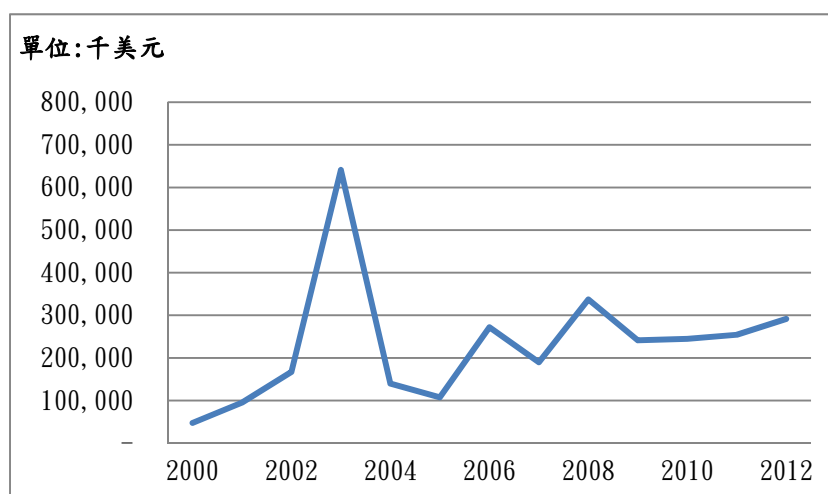
香港位處亞洲的地理及經濟中心，毗鄰珠江三角洲，交通運輸四通八達，居亞洲樞紐地位。長久以來香港除作為兩岸間接貿易之轉運站外，也是台灣企業間接投資大陸的重要據點，且因其位處進入中國大陸市場的門戶，廣大的中國大陸自然成為香港的天然腹地。香港是全球第11大貿易體、第6大外匯市場、第12大銀行中心以及全球規模最大的離岸人民幣業務中心，2012年香港銀行業處理的人民幣貿易結算總金額達2.6兆人民幣，佔全球人民幣貿易結算額約90%（總額為2.9兆人民幣）。香港為國際級金融中心，全球最大的100家銀行，有70家在此開辦業務，2011-2013年連續3年在世界經濟論壇的全球金融發展指數中排名第一。香港金融服務業從業人口雇用人數約23萬人，占香港整體勞動人口6%，對GDP的貢獻高達16%。香港證券市場亦是亞洲第3大及全球第7大，為全球最活躍及流動性最高的證券市場之一。在2009-2011年間，香港股市蟬聯三年全球新股集資王寶座，2012年則列於美國納斯達克、紐約證券交易所和日本東京證券交易所之後，全球排名第四。

圖2-1顯示從2000-2012年底止，台商在香港累計投資金額為41億312萬美元，2012年投資金額達2億9,158萬美元，主要投資行業涵蓋批發及零售、金融及保險、資訊及通訊傳播、電子零組件製造等。目前台商在香港開設公司數已有數千家，



主要為貿易業、服務業、航運代理業、金融保險業及批發零售等，並已有50多家企業在香港交易所掛牌上市，除拓展大陸經貿市場外，也漸以香港為開拓東南亞市場之樞紐，成為台灣企業重要海外營運及資金調度中心。

值得注意者：2003年對香港投資從2002年的1.67億美元暴增至6.41億美元，增加幅度283.86%，此係2003年6月29日中國與香港簽署《內地與香港關於建立更緊密經貿關係的安排》(CEPA, Closer Economic Partnership Arrangement)，主要內容包括中國與香港、澳門逐步實現貨物貿易自由化、服務貿易自由化和貿易投資便利化的各項措施。通過「CEPA」，港澳服務業進入中國時間比其他世貿組織成員提前，進入領域、地域範圍都有較大開放，門檻也大幅降低。台商看見此機會，資金迅速湧向香港，投資項目以金融保險業為主，其次為電子電器產品製造業。投資時點則明顯集中在2003年12月，當月台灣投資香港金額爆出5.62億美元巨量。若排除此一次性因素，則2000-2012年台灣對香港投資呈現緩步上升趨勢，年平均則有2億美元。



資料來源：經濟部投資審議委員會

圖2-1 投審會核准對香港投資統計

香港於1999年8月推出二板市場(創業板)，吸引中小型科技公司在港上市集資，台商紛而籌劃於香港申請上市，以便在香港股市籌措資金。經政府核准之對香港投資案，主要集中於貿易業、航運業、金融保險業及服務業，台商對香港製造業投資亦由非金屬及礦產製品轉為電子電器製品。

過去台商在中國大陸設廠，受限於中國大陸政策因素，甚難在中國大陸A股上市，回台上市又有投資大陸不得超過淨值40%的限制，促使香港躍升為台商海外上市的首選。2004年後，由於台股本益比大幅下滑，帶動國內許多大型電子業分割事業赴港上市，加上2005年2月台灣上市公司鴻海精密旗下的富士康國際控股於香港交易所掛牌後，其股價一路飆漲，從原先的3.9港元翻漲至2006年11月的27.7港元，兩年不到漲幅高達600%，並且成為恆生指數成分股，總市值更衝上1,057億港元(約新台幣4,400餘億元)，讓其他台商赴港上市的意願大幅提升。

表2-1顯示：目前在香港交易所掛牌的台商公司共計64家，若加計已下市的7家台商公司，曾經於香港交易所掛牌的台商共計71家。由表中可看出，台商在港掛牌以電子工業計19家為最多，其次分別為製鞋業計8家以及食品工業計6家。另外，早期赴港掛牌的台商企業，多以製鞋代工等傳統產業為主力，自2004年起電子工業遂成主流，自富士康成功案例後，陸續有8家電子工業於香港交易所掛牌。

表2-1 台商於香港交易所掛牌現況

序號	掛牌名稱	公司名稱	行業分類	上市日期	主板/ 創業板
1	湯臣集團	湯臣集團	地產建築業- 地產	1990/3/21	主板
2	裕元集團	裕元工業(集團)	消費品製造業- 紡織製衣	1992/7/2	主板
3	瀚智集團	瀚智集團	服務業-	1992/9/3	主板

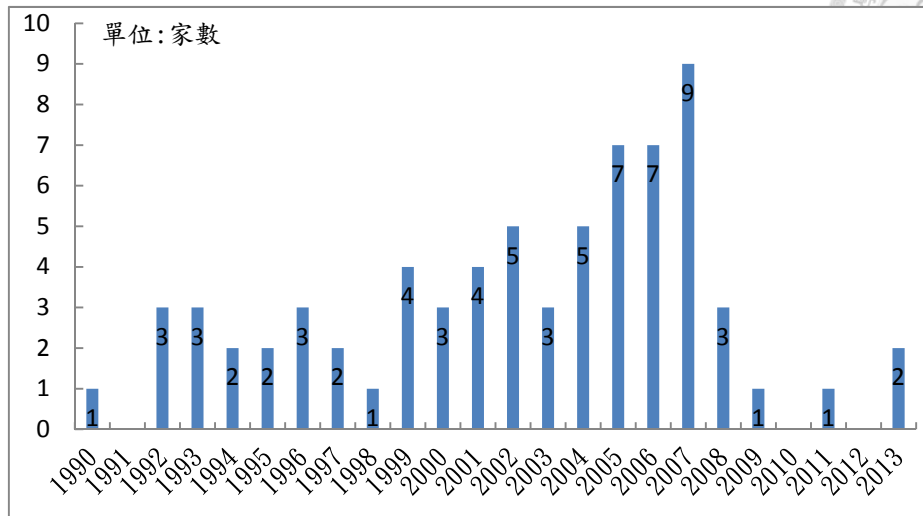
			支援服務		
4	大中華實業	大中華實業控股	地產建築業- 地產	1992/9/16	主板
5	偉俊礦業集團	偉俊礦業集團	消費品製造業- 紡織製衣	1993/2/5	主板
6	富邦銀行(香港)	富邦銀行(香港)	金融業-銀行	1993/11/8	主板
7	安域亞洲	安域亞洲	消費品製造業-紡織、服 飾及個人護理	1993/12/22	主板
8	榮暉國際	榮暉國際集團	消費品製造業- 紡織製衣	1994/1/25	主板
9	信星集團	信星鞋業集團	消費品製造業- 紡織製衣	1994/9/29	主板
10	新澧集團	新澧集團	消費品製造業- 紡織製衣	1995/3/1	主板
11	達芙妮國際	達芙妮國際控股	消費品製造業- 紡織製衣	1995/11/3	主板
12	康師傅控股	康師傅控股	消費品製造業- 食物飲品	1996/2/5	主板
13	創信國際	創信國際控股	消費品製造業- 紡織製衣	1996/10/11	主板
14	中國新能源動力	中國新能源 動力集團	地產建築業-地產	1996/12/27	主板
15	唯冠國際	唯冠國際控股	資訊科技業- 資訊科技器材	1997/6/18	主板
16	台泥國際集團	台泥國際集團	地產建築業- 建築	1997/10/6	主板
17	隆成集團	隆成集團(控股)	消費品製造業- 家庭電器及用品	1998/12/18	主板
18	冠捷科技	冠捷科技	資訊科技業- 資訊科技器材	1999/10/8	主板
19	德金資源	德金資源集團	原材料業- 黃金及貴金屬	1999/11/11	主板
20	松景科技	松景科技控股	資訊科技業- 資訊科技器材	1999/11/26	創業板
21	乾隆科技	乾隆科技國際控 股	資訊科技業- 軟件服務	1999/12/17	創業板
22	恆富控股	恆富控股	消費品製造業-	2000/3/13	主板

			紡織、服飾及 個人護理		
23	蒼萃國際	蒼萃國際(控股)	消費品製造業- 紡織、服飾及 個人護理	2000/7/7	主板
24	年代國際控股	年代國際控股	服務業- 傳媒印刷	2001/6/28	創業板
25	福方集團	福方集團	工業製品業	2001/7/12	主板
26	無縫綠色	無縫綠色中國 (集團)	工業製品業	2001/8/10	創業板
27	中國水業集團	中國水業集團	公用事業	2002/1/17	主板
28	自然美	自然美生物科技	消費品製造業- 保健護理用品	2002/3/28	主板
29	林麥集團	林麥集團	服務業- 支援服務	2002/5/10	主板
30	中昱科技	中昱科技集團	工業-工業工程	2002/7/19	創業板
31	味丹國際	味丹國際(控股)	消費品製造業- 食物飲品	2003/6/27	主板
32	鷹美國際	鷹美(國際)控股	消費品製造業- 紡織製衣	2003/8/22	主板
33	中芯國際	中芯國際集成 電路製造	資訊科技業- 半導體	2004/3/18	主板
34	SOLOMON SYSTECH	Solomon Systech (Internationa) Ltd.	資訊科技業- 半導體	2004/4/8	主板
35	MAYER HOLDINGS	美亞控股	原材料業-金屬	2004/6/21	主板
36	華潤微電子	華潤微電子	資訊科技業- 半導體	2004/8/13	主板
37	勤美達國際	勤美達國際控股	工業製品業	2004/12/31	主板
38	富士康國際	富士康國際控股	資訊科技業- 資訊科技器材	2005/2/3	主板
39	新焦點	新焦點汽車技術 控股	消費品製造業- 汽車	2005/2/28	主板
40	聖馬丁國際	聖馬丁國際控股	消費品製造業- 家庭電器及用品	2005/5/12	主板
41	中播控股	中國移動多媒體	工業製品業	2005/10/10	主板

		廣播控股			
42	巨騰國際	巨騰國際控股	資訊科技業- 資訊科技器材	2005/11/3	主板
43	順誠	順誠控股	消費品製造業- 家庭電器及用品	2005/11/17	主板
44	敏實集團	敏實集團	消費品製造業- 汽車	2005/12/1	主板
45	友佳國際	友佳國際控股	工業製品業	2006/1/11	主板
46	精熙國際	精熙國際(開曼)	工業製品業	2006/2/10	主板
47	天然乳品	天然乳品(新西 蘭)控股	消費品製造業- 食物飲品	2006/6/10	主板
48	富陽	富陽(中國)控股	地產建築業- 地產	2006/7/5	主板
49	瀚宇博德	瀚宇博德國際 控股	資訊科技業- 資訊科技器材	2006/10/6	主板
50	真明麗	真明麗控股	消費品製造業- 家庭電器及用品	2006/12/15	主板
51	企展控股	企展控股	資訊科技業- 軟件服務	2007/1/11	主板
52	凱普松國際	凱普松國際電子	工業製品業	2007/5/7	主板
53	大洋集團	大洋集團控股	工業製品業	2007/6/8	主板
54	九興控股	九興控股	消費品製造業- 紡織製衣	2007/7/6	主板
55	峻凌國際	峻凌國際控股	工業製品業	2007/7/10	主板
56	大成食品	大成食品(亞洲)	消費品製造業- 食物飲品	2007/10/4	主板
57	統一企業中國	統一企業中國控 股	消費品製造業- 食物飲品	2007/12/17	主板
58	越南製造加工 出口	越南製造加工 出口(控股)	消費品製造業- 汽車	2007/12/20	主板
59	中國旺旺	中國旺旺控股	消費品製造業- 食物飲品	2008/3/26	主板
60	陽光能源	陽光能源控股	原材料業- 原材料	2008/3/31	主板
61	亞洲水泥(中國)	亞洲水泥(中國) 控股	地產建築業-建築	2008/5/20	主板
62	喜尚控股	喜尚控股	消費者服務業-	2011/7/8	主板

			酒店、賭場及 消閒設施		
63	昆侖國際金融	昆侖國際金融集團	金融業-其他金融	2013//7/3	主板
64	嘉里物流	嘉里物流聯網	工業-工用運輸	2013/12/19	主板
65	遠東化工	遠東化聚工業股份	原材料業- 原材料	2000/1/28 (2005/11 下市)	創業板
66	艾克國際	艾克國際股份	資訊科技業- 軟件服務	2001.11.5 (2005/7/27 下市)	創業板
67	英普達	英普達資訊科技	資訊科技業- 軟件服務	2002.1(200 5/5/6 下 市)	創業板
68	嘉新水泥中國	嘉新水泥(中國) 控股	地產建築業- 建築	2003.12 (2008/1 與台泥合併 下市)	主板
69	凹凸科技	凹凸科技	工業製品業	2006/3/2 (2009/9 下 市)	主板
70	達創科技	達創科技	資訊科技業- 軟件服務	2007/7/6 (2009/9 下 市)	主板
71	洪良國際	洪良國際控股	消費品製造業- 紡織製衣	2009/12/24 (2013/9/21 下市)	主板

資料來源：從海外台商主要掛牌市場探討台灣資本市場的國際競爭力，丁克華等，2010年



資料來源: 本文整理

圖2-2 台商歷年於香港交易所掛牌家數統計

圖2-2顯示:2004年以前每年於香港交易所掛牌的家數幾乎不超過4家,2004年以後呈現明顯成長,原因有二:(1)台股本益比自2004年起大幅下滑,促使國內大型電子業分割赴港上市蔚為主流;(2)富士康公司掛牌後股價大漲,帶動另一波赴港上市風潮。若依產業別進行區分,早期赴港掛牌的台商企業多以製鞋代工等傳統產業為主力。2004年起電子工業遂成主流,富士康成功案例後,陸續有8家電子工業於香港交易所掛牌。

(二)新加坡

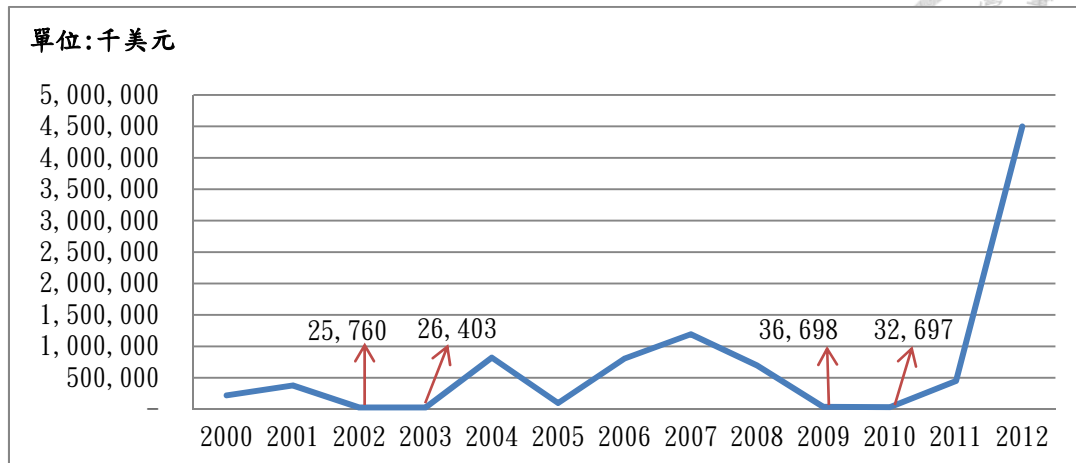
新加坡在地理上位處歐亞航線樞紐地位與東南亞之心臟地帶,交通航運發達,可作為至鄰近馬來西亞、泰國、印尼與菲律賓貿易之理想基地,尤其近年來印尼經濟的強勁增長,更凸顯新加坡位置的重要性。新加坡金融業歷經40年發展,已成為全球主要國際金融中心之一,目前擁有600多家本地及外國金融機構以及全世界第四大的外匯市場,2012年金融保險服務佔其GDP約11.9%。近年來新加坡積極爭取人民幣離岸中心地位,並於2013年3月7日與中國大陸人民銀行續簽雙邊貨幣

互換協定，互換規模由原先的1,500億人民幣擴大至3,000億人民幣。



新加坡憑藉其穩定政局、便利的基礎設施、高效率的服務水準、完善的吸引外資及獎勵制度以及高素質人民，被譽為亞洲地區的世界級商業中心。許多台商於1997年香港主權移轉時間點前後，便看準新加坡居東南亞金融、貿易及運輸樞紐地位而將原在香港之據點遷往新加坡，以新加坡為區域總部，操作國際接單、融資、調撥零件、支援售後服務和蒐集國際市場最新情報等。根據經濟部投資審議委員會資料統計，1952到2012年底止，台商投資案共504件，金額累計達104.56億美元，主要投資類別為電子零組件製造業、金融保險、運輸倉儲等。

圖2-3顯示：受大陸生產成本高漲等因素，投資逐漸轉向東南亞，2011年台灣對新加坡投資達4億4859萬美元，與2010年相比成長近14倍，其中以電子公司投資案最為積極帶動相關零組件銷新加坡。2013年11月台灣與新加坡簽署《臺星經濟夥伴協定》(ASTEP, Agreement between Singapore and the Separate Customs Territory of Taiwan, Penghu, Kinmen and Matsu on Economic Partnership)，係與東南亞國家簽署的第1個經濟合作協定。ASTEP所涵蓋議題範圍廣泛，除有一般自由貿易區域包含的貨品貿易、服務貿易、原產地規則、關務程序、技術性貿易障礙(TBT)、食品安全檢驗及動植物防疫檢疫(SPS)、智慧財產權等，亦納入世界貿易組織(WTO)尚未涵蓋的議題，如電子商務，擴大雙方合作事項的範圍。受此有利政策因素影響，2012年台灣對新加坡投資金額為44億9,866萬美元，較前一年成長902.84%。



資料來源:經濟部投資審議委員會

圖2-3 投審會核准對新加坡投資統計

台商目前於新加坡交易所掛牌的家數共計20家，若加計已經下市的5家，曾於新加坡交易所掛牌的台商家數共計有25家，其中以電子工業的15家為多數。

表2-2 台商於新加坡交易所掛牌現況

序號	掛牌名稱	公司名稱	行業分類	上市日期	Mainboard/ Catalist
1	ASJ Holdings Ltd	ASJ(國巨投資)	Manufacturing- Electronic Products	1997/1/31	Catalist
				2002/7/15	Mainboard
2	Huan Hsin Holdings Ltd	奐鑫控股	Manufacturing- Electrical	1997/6/11	Mainboard
3	Hotung Investment Holdings Ltd	和通投控	Finance-Investment Co. & Unit Trust	1997/8/11	Mainboard
4	ASA Group Holdings Ltd	亞細亞磁磚	Manufacturing- Other Manufacturing	1998/6/1	Mainboard
5	Eastern Asia Technology Ltd	東亞科技集團	Manufacturing- Electronic Products	1998/11/12	Mainboard
6	Medtecs International Corporation Ltd	美德醫	Manufacturing- Other Manufacturing	1999/10/6	Catalist
7	TPV Technology	冠捷科技	Manufacturing-	1999/10/8	Mainboard

	Ltd		Electronic Products		
8	Lankom Electronics Ltd	連康電子	Manufacturing-Electronic Products	2001/2/23	Mainboard
9	Europtronic Group Ltd	優普	Manufacturing-Electronic Products	2002/4/5	Mainboard
10	Allied Technologies Ltd	艾來得科技	Manufacturing-Metal Products	2003/6/23	Mainboard
11	Action Asia Ltd	亞憶	Manufacturing-Electronic Products	2004/1/15	Mainboard
12	Eucon Holding Ltd	優康控股	Services-Other Services	2004/9/8	Mainboard
13	Global Testing Corporation Ltd	寰邦科技	Services-Other Services	2005/8/24	Mainboard
14	AA Group Holdings Ltd	AA 集團	Manufacturing-Electronic Products	2005/8/31	Catalist
15	Courage Marine Group Ltd	勇利航業	TSC-Transport	2005/10/13	Mainboard
16	Memory Devices Ltd	儲科電子	Manufacturing-Electronic Products	2005/11/9	Mainboard
17	China Fishery Group Ltd	中漁集團	Services-Other Services	2006/1/25	Mainboard
18	Hsu Fu Chi International Ltd	徐福記	Manufacturing-Food & Beverage	2006/12/1	Mainboard
19	Financial One Corp	仲利控股	Finance-Finance Co.	2007/7/11	Mainboard
20	Map Technology Holdings Ltd	銘興科技	Manufacturing-Electronic Products	2007/7/26	Mainboard

21	Acer Computer International Ltd	宏碁國際		1995 上市	2000/3/31 下市
22	Roly International Hldgs Ltd	全威國際		1996/2/15	2007/4/30 下市
23	Want Want Holdings Ltd	旺旺控股		1996/5/15	2007/5 下市
24	United Test and Assembly Center Ltd	聯合科技		2004/2/9	2007/10 下市
25	Chung Hong Holdings Ltd	昶虹集團		2007/11/28	2009/10 下市

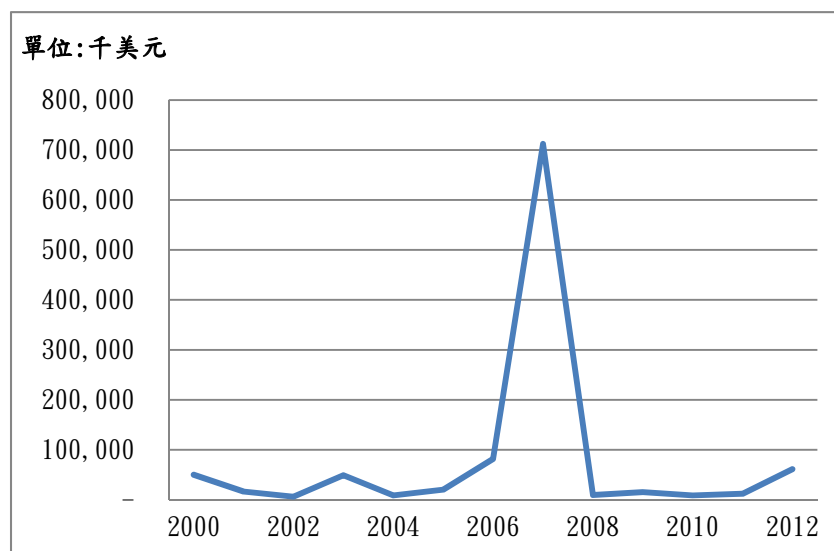
資料來源：從海外台商主要掛牌市場探討台灣資本市場的國際競爭力，丁克華等，2010年

(三)泰國

泰國位居北起日本南至澳洲的亞洲經濟帶中心，物產豐富，擁有低廉的土地和勞動成本，消費市場在東協國家之中相對的大，加上已經和許多國家簽署自由貿易協定，未來隨著東盟一體化的發展趨勢，預期將吸引週邊國家加大對泰國的投資。

1990年代台商響應政府南向政策而大舉至泰國投資設廠，根據泰國投資促進委員會資料顯示，台商在1959-2012這段期間內對泰國累計投資金額達132.22億美元，投資核准家數為2139件。由於許多台商公司或工廠係以泰籍夥伴名義登記或認股低於50%，而未能以台商身份列入統計，實際家數保守估計應有5000家以上。規模較大的台商在泰國主要投資的產業有電子、橡膠、鋼鐵及石化，中小企業投資項目則從魚蝦養殖、紡織、機械、進出口、珠寶、農產品加工、運動器材、家具、到陶瓷、建材、人力仲介、房地產開發、證券、保全、珍珠奶茶、旅行社等都有。

泰國為發展經濟，2006年提出《願景2020方案》，擬吸引外商將以往對勞力密集產業的投資轉變為對資本密集產業的投資，並宣示「世界廚房」、「世界醫療中心」、「東方底特律」、「亞洲觀光資源」、「亞洲熱帶服飾流行中心」及「世界橡膠暨其相關產品製造中心」等六大中心作為產業發展指南，並將這些產業列為特別重視投資項目，提供投資優惠措施。是以，台商於2007年加碼投資泰國，從2006年的8,167萬美元增加至7億1,211萬美元，增幅達772%(參見圖2-4)。其後2008年全球面臨金融海嘯衝擊，2011年下半年發生泰國水患事件，對泰國經濟造成嚴重衝擊，導致當年第四季經濟衰退達9.0%，台商因此暫緩投資計畫。



資料來源:經濟部投資審議委員會

圖2-4 投審會核准對泰國投資統計

泰國證券交易所 (The Stock Exchange of Thailand, SET) 於1974年創立，目前共有約568家公司股票上市，依產業分類計有農產食品、消費品、金融、工業、營建、資源、服務、科技等八大類股，下再細分為26類股，目前於泰國證券交易所上市之台商共計17家。

表2-3 台商於泰國交易所掛牌現況

序號	掛牌名稱	公司名稱	行業分類	上市日期	SET/mai*
1	Charoong Thai Wire & Cable Public Company Ltd	中泰電線 電纜	Industrials— Industrial Materials & Machinery	1975/12/16	SET
2	KGI Securities (Thailand) Public Company Ltd	凱基證券	Financials— Finance and Securities	1989/12/15	SET
3	Compass East Industry (Thailand) Public Company Ltd	泰合泉 工業	Consumer Products— Home & Office Products	1993/3/23	SET
4	Food & Drinks Public Company Ltd	Food & Drinks 食品	Agro & Food Industry--Food and Beverage	1994/8/3	SET
5	Fancy Wood Industries Public Company Ltd	汎新工業	Consumer Products--Home & Office Products	1994/8/22	SET
6	Thailuxe Enterprises Public Company Ltd	泰陸仕 企業	Agro & Food Industry— Agribusiness	1994/9/13	SET
7	Draco PCB Public Company Ltd	泰國 Draco(敬 鵬轉投資)	Technology— Electronic Components	1994/11/16	SET
8	C. P. L Group Public Company Ltd	聯誠	Consumer Products--Fashion	1994/12/19	SET
9	Delta Electronics (Thailand) Public Company Ltd	台達電子	Technology— Electronic Components	1995/7/24	SET
10	Pato Chemical Industry Public Company Ltd	巴都化學 工業	Industrials— Petrochemicals & Chemicals	1995/9/19	SET
11	Cal-Comp	泰金寶科	Technology—	2001/1/3	SET

	Electronics (Thailand) Public Company Ltd	技	Electronic Components		
12	Tycoons Worldwide Group (Thailand) Public Company Ltd	聚亨企業 集團	Industrials— Industrial Materials & Machinery	2003/12/11	SET
13	Hwa Fong Rubber (Thailand) Public Company Ltd	華豐橡膠	Industrials— Automotive	2003/12/15	SET
14	OISHI Group Public Company Ltd	OISHI 集團	Agro & Food Industry--Food and Beverage	2004/8/25	SET
15	Asia Sermkij Leasing Public Company Ltd	亞洲興業 租賃	Financials--Finance and Securities	2005/8/25	SET
16	Unimit Engineering Public Company Ltd	裕尼明 工程	Medium-Sized Enterprise	2005/11/25	mai
17	Synnex (Thailand) Public Company Ltd	新聚思	Technology— Information & Communication Technology	2008/6/16	SET

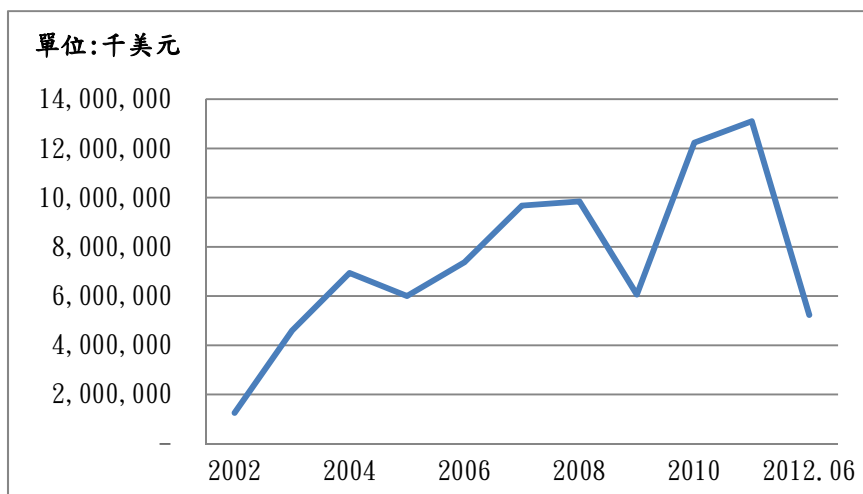
資料來源：從海外台商主要掛牌市場探討台灣資本市場的國際競爭力，丁克華等，2010年

(四) 中國大陸

中國大陸自改革開放後，經濟得以高度發展，且因市場大，消費潛力驚人、生產要素供應充沛、製造成本低廉，加上語言、文化與風俗習慣等與台灣相似，因此成為台商對外投資最重要的地區。根據經濟部投審會統計資料，在1991年至2012年6月間，累計核准對大陸投資金額1,174.5億美元，累積件數39,891件，係台灣

對外投資最多的地區。以省分做劃分，投資金額以江蘇省最高（33.48%）、其次依序為廣東省（21.38%）、上海市（14.82%）、福建省（6.85%）、浙江省（6.51%），合計占總投資金額之83.04%。就投資產業而言，以電子零組件製造業最多（20.10%），其後依序為電腦、電子產品及光學製品製造業（13.99%）、電力設備製造業（7.77%）、批發及零售業（5.20%）及金屬製品製造業（4.92%），合計占總投資金額之51.98%。

圖2-5顯示：除因2008年金融海嘯造成投資金額從98.4335億美元減少至2009年的60.5849億美元，衰退幅度為38%外，台灣對大陸投資金額呈現逐年攀升趨勢。



資料來源：經濟部投資審議委員會

圖2-5 投審會核准對中國大陸投資統計

自中國大陸在2001年底允許台商在中國大陸發行A股並上市後，目前台商在中國大陸上市的家數共計10家，除燦坤實業發行B股外，其餘皆為A股，其中於上海證券交易所上市的家數計2家，於深圳證券交易所上市的家數計8家。

表2-4 台商於中國大陸交易所掛牌現況


序號	掛牌名稱	公司名稱	行業分類	上市日期	掛牌地點
1	閩燦坤B	廈門燦坤實業	日用電器製造業	1993/6/30	深圳證券交易所B股
2	ST 國祥	浙江國祥製冷工業	電器機械及器材製造業	2003/12/30	上海證券交易所上市A股
3	成霖股份	深圳成霖潔具	金屬製品業	2005/5/31	深圳證券交易所A股
4	海鷗衛浴	廣州海鷗衛浴用品	金屬製品業	2006/11/24	深圳證券交易所A股
5	信隆實業	深圳信隆實業	體育用品製造業	2007/1/12	深圳證券交易所A股
6	晉億實業	晉億實業	其他通用零部件製造業	2007/1/26	上海證券交易所上市A股
7	漢鍾精機	上海漢鍾精機	普通機械製造業	2007/8/17	深圳證券交易所A股
8	斯米克	上海斯米克建築陶瓷	陶瓷製品業	2007/8/23	深圳證券交易所A股
9	羅普斯金	蘇州羅普斯金鋁業	有色金屬壓延加工業	2010/1/12	深圳證券交易所A股
10	滬電股份	滬士電子	電子業	2010/8/18	深圳證券交易所A股

資料來源：從海外台商主要掛牌市場探討台灣資本市場的國際競爭力，丁克華等，2010年

(五)越南

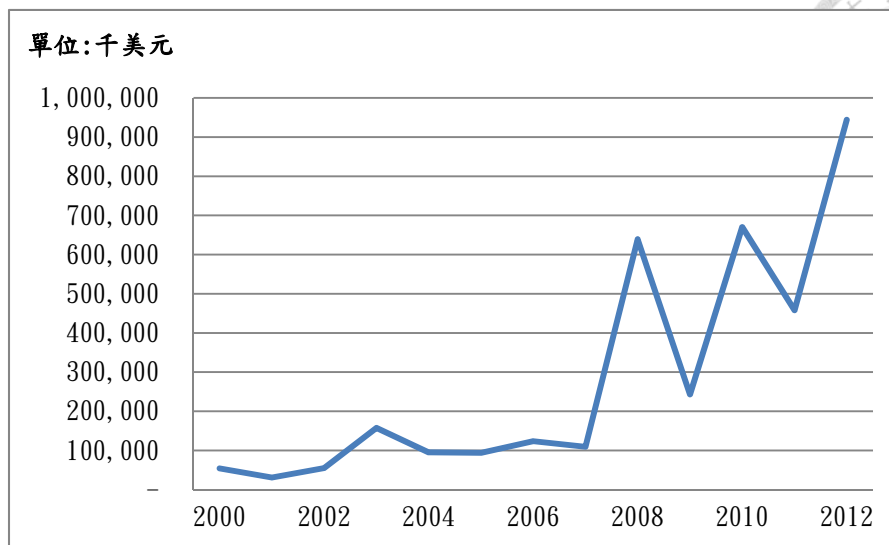
根據越南計畫投資部統計資料，截至2013年12月底為止，台商在越南投資家數以成衣紡織業、鞋業、食品加工業、農林水產業、橡膠塑膠製品業、木製家具業、機械業為最多，地域分布則以同奈省、胡志明市及平陽省等南部地區為主要投資地點，其中製鞋業、紡織業、自行車業、機車業、木製家具業等勞力密集產業在越南南部地區已形成上下游生產體系。台商在越南投資以中小規模製造業為主並大都集中在平陽省，較大型製造業及營建業投資案則集中於胡志明市及同奈

省，不過近來台商亦積極前往北越地區投資，特別是資訊電子產業最為踴躍。



目前台商在越南較大型的投資案如下：胡志明市的新順加工出口區、富美興公司造鎮計畫、寶元公司鞋廠、中興紡織公司首德廠、莊盟公司自行車廠；同奈省投資案則包括味丹公司、三陽機車公司、台南紡織公司、大亞電線電纜公司、聯明紡織公司、建大橡膠、豐泰公司、台塑集團；平陽省投資案則有統一公司；在隆安省有福懋公司、仁澤工業區及中興紡織公司隆安廠；巴地頭頓省則有中鋼的大鋼廠。至於越南北部地區之較大型投資案有慶豐集團投資之海防水泥廠、幸福水泥公司投資之福山水泥廠、系養水泥廠、大亞電線電纜公司海陽廠、東光鋁業公司海陽廠、大成長城投資之亞洲營養飼料廠、義美（越南）公司、鴻海集團在北寧省及永福省等地造鎮計畫、仁寶集團永福廠、洋華光電永福廠、勝華科技北江廠等。在越南中部地區，則以台塑集團之河靜省煉鋼廠投資規模最大。

自1988年至2012年12月底，台商在越南投資案累計共2,233件，占全部外人投資案件15.47%，投資金額為271億3,708萬美元，占外人投資總額之13.05%，居外國人在越投資第2位，僅次於日本。隨著大陸勞動和土地成本不斷上升，近年來台商逐漸將生產基地移往東南亞國家，其中越南更是首選地之一，因此投資金額呈現快速成長趨勢(參見圖2-6)。



資料來源:經濟部投資審議委員會

圖2-6 投審會核准對越南投資統計

越南證券市場發展歷史較短，目前有胡志明市證券交易所與河內證券交易所，分別於2000、2005年成立運作。目前台商在越南的上市家數共計7家，其中有5家於胡志明市證券交易所上市，2家於河內證券交易所上市，大多屬於傳統產業。

表2-5 台商於越南交易所掛牌現況

序號	掛牌名稱	公司名稱	行業分類	上市日期	掛牌地點
1	Taya (Vietnam) Electric Wire And Cable Joint Stock Company	大亞電線電纜	電器電纜	2005/12/2	胡志明市證券交易所
2	Chang Yih Ceramic Joint Stock Company	昌益陶瓷	玻璃陶瓷	2006/6/21	胡志明市證券交易所
3	Tung Kuang Industrial JSC	東光鋁業	建材營造	2006/6/26	河內證券交易所
4	Full Power Joint Stock Company	富力	建材營造	2006/7/6	胡志明市證券交易所
5	Taicera Enterprise Company	大同奈陶瓷	玻璃陶瓷	2006/12/26	胡志明市證券交易所
6	Royal International Corporation	皇家國際	觀光事業	2007/7/23	胡志明市證券交易所
7	Fortunes Securities Corporation	富鑫證券	金融業	2010/6/9	河內證券交易所

資料來源：《從海外台商主要掛牌市場探討台灣資本市場的國際競爭力》，丁克華等，2010年



(六)其他國家

台灣企業在海外的主要上市地點除前述的5個國家外，尚有少數在印尼、南非、菲律賓、日本以及美國掛牌的案例，如在南非約翰尼斯堡證券交易所（JSE）掛牌上市的兩家企業，南非萬宇科技(Mustek Limited)以及宏泰電工轉投資South Ocean Holdings Limited，前者於2003年回台發行台灣存託憑證。此外，中國信託在菲律賓子公司於1999年6月2日於菲律賓證券交易所上市；趨勢科技（Trend Micro Incorporated）於2000年8月17日於日本東京證券交易所第一部正式掛牌；和信超媒體與南茂科技分別於2000年2月以及2004年7月以原股於美國Nasdaq掛牌。

表2-6 台商於其他海外交易所掛牌現況

公司名稱	產業別	上市日期	掛牌地點
Ever Shine Textile Industry Tbk	紡織纖維	1992/10/13	印尼證券交易所
南洋控股(South Ocean Holdings Limited)	電器電纜	2007/2/28	約翰尼斯堡證券交易所
南非萬宇科技(Mustek Limited)	電子工業	1997/4/3	約翰尼斯堡證券交易所
中國信託菲律賓子公司	金融業	1999/6/2	菲律賓證券交易所
趨勢科技	電子工業	2000/8/17	東京證券交易所
和信超媒體(GIGM)	電子工業	2000/2	Nasdaq
南茂科技(IMOS)	電子工業	2004/7	Nasdaq

資料來源：《從海外台商主要掛牌市場探討台灣資本市場的國際競爭力》，丁克華等，2010年

綜上所述，目前台商於海外上市的家數共計125家（不含已下市的家數），其中約半數選擇於香港交易所掛牌，其次為新加坡與泰國（參見表2-7）。

表2-7 台商海外上市家數統計—依上市地點

上市地點	上市交易所	家數	比率(%)
香港	香港交易所	64	51.2
新加坡	新加坡交易所	20	16
泰國	泰國證券交易所	17	13.6
中國大陸	上海證券交易所(2家)	10	8
	深圳證券交易所(8家)		
越南	胡志明市證券交易所(5家)	7	5.6
	河內證券交易所(2家)		
印尼	印尼證券交易所	1	0.8
南非	約翰尼斯堡證券交易所	2	1.6
菲律賓	菲律賓證券交易所	1	0.8
日本	東京證券交易所	1	0.8
美國	Nasdaq	2	1.6
總計		125	100

註:家數統計不含已下市公司。

資料來源:本研究自行整理

第三章 文獻探討



自 1980 年代起，台灣企業基於降低勞動與土地成本以維持競爭優勢，或為規避國家及區域性貿易保護，或為取得較新進技術，或為確保原料來源以及為開拓新市場，紛紛前往海外投資設廠，進而將股票在當地上市募集資金，此種情形屢見不鮮。企業上市目的係追求能夠順利取得資金以滿足其未來成長所需，同時作為媒合企業與投資人的平台，是以市場集資能力和上市環境透明度將是企業選擇上市地點的首重考量。

上市環境良窳包括主管機關及交易所效率、金融機構服務、法規遵循及持續責任，以及能提供充分的上市諮詢服務、易於遵循的法規，以及有效率的上市審查流程。此外，完整法規架構及投資人保護，也能增加投資人對市場信賴以及市場集資能力。為了解台灣企業赴海外上市籌資行為，以下就企業為何至海外上市籌資以及企業偏好哪些地點上市兩大主題進行探討。

(一) 企業海外掛牌動機

Subrahmanyam(1975)認為企業藉由海外掛牌將可打破原有投資藩籬，尤其是公司股價在本國證券市場被低估時，將有較高可能性選擇赴海外上市。Amihud、Mendelsson(1986)認為企業在流動性較佳的海外市場上市，將可縮小在該市場交易之買賣股票價差，促使股東降低對投資報酬率附加的流動性溢酬要求，從而降低公司資金成本，提升公司價值。Cheung與Lee(1995)認為企業選擇在具有相對嚴格規定及標準的證券市場上市，將可作為該公司具有較高品質的訊號。Stoughton、Wong與 Zechner(1998)提出產品市場外溢效果(product market spillover effect)概念，認為跨國上市公司能夠大幅刺激外銷比例上升，而實證顯示多數企業於海外上市後，銷貨成長率與利潤顯著上揚。Martin與Rey(2000)認為企業跨國上市可以提升國際知名度，吸引國外投資人而拓展公司投資族群，擴大募集資金來源而



降低資金成本。

另外，Coffee(2002)認為企業選擇在法律規範完善以及投資人保護制度較為周密的市場上市，從可取得較低成本資金，並能降低公司治理成本與減輕代理人問題。Pagano、Randl、Roell與Zechner(2002)提出企業在海外市場掛牌，將傳遞其產品具高品質訊息給消費者，而且跨國上市隱含將預期擴大市場占有率與保證未來獲利能力，同時也將傳遞投資人關於管理者決策能力優秀、公司發展前景看好等正向訊息，並向企業供應商樹立值得信賴的形象。Doidge(2004)則認為成長機會是公司決定赴何地上市的關鍵因素，此舉可從前往至美國掛牌上市所費不貲，但仍對國外企業具有相當大吸引力可窺知一二。

(二)企業上市地點偏好

Amihud與Mendelson(1986)認為企業傾向選擇在高流動性市場上市籌資，此係流動性越高除降低交易成本外，企業必須支付的流動性溢酬下降也會降低資金成本。Ashbaugh(1997)則是提出企業前往會計制度規範完善的國家掛牌，將可藉由較完整資訊揭露要求，促使公司資訊透明化，降低股東之公司治理成本，提升股東投資意願。Hargis(1998)認為一國市場對外開放程度越高，將對該國股市發展發揮正向幫助。Pulatkonak與Sofianos(1999)提出企業傾向在地理位置相近的國家或區域上市籌資。Stoughton、Wong與Zechner(1999)則指出企業因擔心競爭居於劣勢，將選擇追隨同業腳步前往海外掛牌上市。

其次，Bancel與Mittoo(2000)認為一國資本市場規模愈大，將可接觸龐大的潛在投資族群，增加國際知名度，從而愈能吸引外來企業進行投資和上市。Catalan、Impavido與Musalem(2000)提出機構投資人所佔比重越大，則市場波動性越低，促使風險亦越低，將對保守型投資戶產生一定誘因。此外，總體經濟穩定程度可

從通貨膨脹率、政府預算是否赤字觀察，通貨膨脹率越高或預算赤字越大都是總體經濟不穩定的警訊，可能造成資本市場動盪，造成投資人不安。Pagano、Roell與Zechner(2001)則認為企業傾向選擇文化、語言與企業的家鄉地相近的國家上市籌資，而Pagano、Randl、Roell與Zechner(2001)進一步觀察出高成長性、高潛力、R&D密集、高科技產業傾向於海外(尤指美國)掛牌上市。Batram與 Dufey(2001)指出優惠賦稅制度將吸引企業前往投資，或增加投資人的投資意願，將可提升股票流動性。Reese與Weisbach(2001)認為透過在強調公司治理品質的海外市場上市，顯示該企業重視股東利益，較能獲得股東青睞，而開發程度較低國家之企業傾向透過跨國掛牌來使其受到較嚴格法律規範，以保護股東權益。Henderson、Jegadeesh與Weisbach(2006)指出一國經濟發展程度越高，愈能吸引來自全球的企業赴該地籌資與掛牌。

檢視過企業何以選擇在海外上市掛牌後，Sarpe(1964)、Lintner(1965)與Black(1972)發展的資本資產定價模型(CAPM)評估資產風險與其報酬的關係。此模型建立在完美市場假設下，認為資產預期報酬率與市場系統風險(systematic risk)呈現線性關係，並且解釋資產預期報酬的因素唯有市場系統風險此單一因子。Ross(1976)利用無套利利潤的觀念推衍出套利定價理論(arbitrage pricing theory, APT)，將許多影響因子納入考量，即資產報酬率可由一組影響因子解釋，亦即資產預期報酬為許多風險因子的線性組合所解釋，而市場投資組合的系統風險未必是其重要因子，可表示為：

$$E(\gamma_i) = \alpha_i + \sum_{k=1}^k \beta_{ik} f_{ik} + \varepsilon_i$$

α_i 是截距項， f_{ik} 為k個影響i資產預期報酬率的因子， β_{ik} 為k個決定因子之係數。再來，由APT模型可衍生出Rosenberg(1974)與Sharpe(1977)的多元指數模型(multiple index model):

$$\gamma_{it} = \alpha_i + \beta_1 \gamma_{mt} + \beta_2 f_{2t} + \beta_3 f_{3t} + \dots + \beta_j f_{jt} + \varepsilon_{it}$$

接著，台商選擇海外掛牌上市的市場主要分佈在鄰近的亞洲諸國，除了香港、新加坡外，還包含幾個新興市場如泰國、越南和中國大陸等。新興市場為吸引外國企業到本國進行投資與上市櫃籌資以擴充市場規模，通常提供上市優惠條件當作誘因，影響台商上市決策大抵包括：

- (1) 多數台商於該上市國家耕耘多年，已融入當地市場。
- (2) 上市地是台商的生產基地或主要產品銷售市場或目標市場
- (3) 上市地提供企業上市櫃有利政策，或其他租稅優惠措施等等

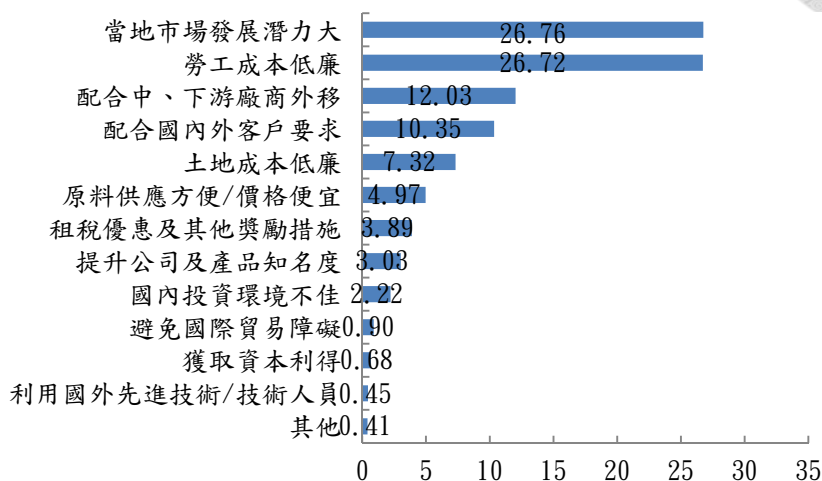
根據經濟部投資審議委員會委託中華經濟研究院編撰的《2013年對海外投資事業營運狀況調查分析報告》，分別針對赴中國大陸投資及其他海外地區投資的台商進行調查，其共同赴海外投資的主要動機有：當地市場發展潛力大、配合公司整體營運策略、勞工成本低廉、配合國內外客戶要求、配合中下游廠商外移等。以下分別提供 2008 與 2013 年的調查結果作為比較的基礎。

2008 年的調查結果如圖 3-1 顯示：當地市場發展潛力大(26.76%)、勞工成本低廉(26.72%)、配合中、下游廠商外移(12.03%)分別為台商赴中國大陸投資的前三大動機。而其他海外地區的投資動機，圖 3-2 顯示：當地市場發展潛力大(31.55%)、配合國內外客戶要求(15.65%)，以及勞工成本低廉(9.32%)是主要的考量因素。

經過 5 年之後，2013 所做的調查如圖 3-3 顯示：勞動成本低廉(16.68%)、原料供應方便/價格便宜(4.93%)、土地成本低廉(4.64%)，分別位於台商在中國大陸投資動機的第 3、6、7 名，顯示中國大陸的成本優勢對台商的重要程度已然逐漸減低。近幾年台商在中國大陸布局的關鍵因素已由成本考量轉變為當地市場發展潛力大(28.91%)及配合公司整體營運策略(17.58%)。圖 3-4 顯示：台商在其他海外地

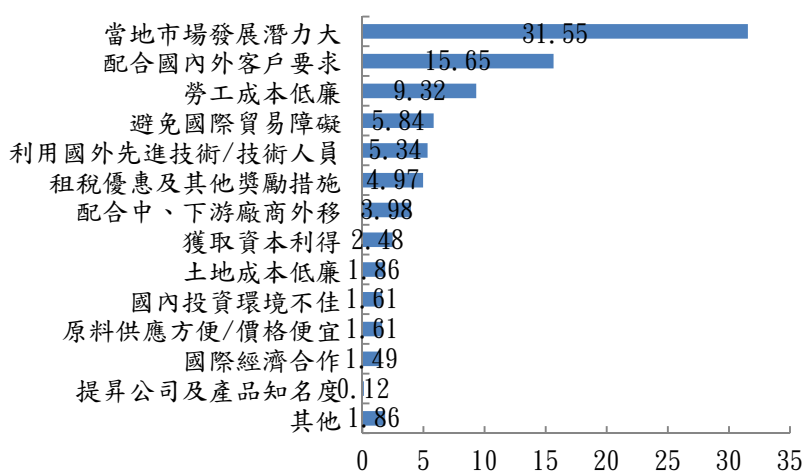


區投資，當地市場發展潛力是台商投資的最主要關鍵(24.47%)，其次是配合公司整體營運策略(23.53%)、配合國內外客戶要求(12.67%)。



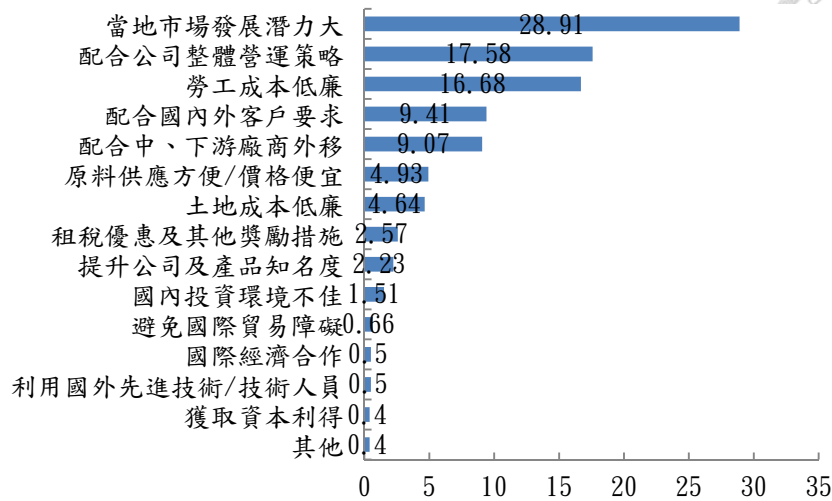
資料來源：中華經濟研究院：《2008 年對海外投資事業營運狀況調查分析報告》，2008年12 月。

圖3-1 2008年台商赴中國大陸投資動機統計



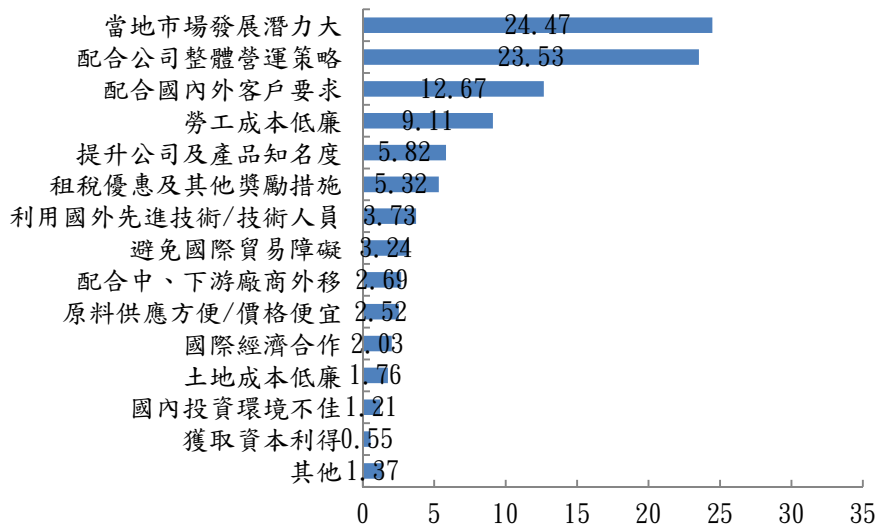
資料來源：中華經濟研究院：《2008 年對海外投資事業營運狀況調查分析報告》，2008 年12 月。

圖 3-2 2008 年台商赴海外（中國大陸以外）投資動機統計



資料來源：中華經濟研究院：《2013 年對海外投資事業營運狀況調查分析報告》，2013 年12 月。


圖3-3 2013年台商赴中國大陸投資動機統計



資料來源：中華經濟研究院：《2013 年對海外投資事業營運狀況調查分析報告》，2013 年12 月。

圖 3-4 2013 年台商赴海外（中國大陸以外）投資動機統計

台商對海外投資目的過去在於成本考量，透過當地較低的土地與勞動力成本優勢，將生產的產品外銷其他國家。然而自 2007 年起，台商對中國大陸內需市場考量，已逐漸超越成本因素。從 2013 年的海外投資動機可發現，對中國大陸投資，市場發展潛力重要性的百分比從 2008 年的 26.76 增加至 28.91，且超越於台商對



其他海外地區市場發展潛力的考量(24.47%)。另外，對比《2008年對海外投資事業營運狀況調查分析報告》，當時排名第二的台商赴中國大陸投資動機，是當地勞工成本低廉，百分比從26.72降為2013年的16.68，顯示出台商已不再將中國大陸的低廉勞動成本視為前往投資的主要目的。此外，配合公司整體營運策略為台商在中國大陸投資的第二大動機，顯示出中國大陸成為台灣企業在海外佈局、營運所策略聚焦的重點市場。

最後，台商在其他海外地區投資而言，當地市場發展潛力大仍是此兩年度調查中台商投資的最主要著眼點(2008:31.55%、2013:24.47%)。值得注意者:以提升公司及產品知名度為考量由2008年的0.12%(排名居所有選項之末)躍升至2013年的5.82%(第五名)，顯示出台灣企業赴海外地區投資愈加著眼於提升自身的企業價值與品牌形象。

第四章 研究方法



4.1 計量方法與實證模型建立

本研究選取 9 家 F 股企業，並從台灣證券交易所取得股票相關資訊，其中包含橫斷面資料(cross-section data)與時間序列資料(time-series data)的組合，屬於橫斷面時間序列分析模型(panel data)資料型態。

Panel data 迴歸模型的優點在於可同時處理橫斷及時間序列並存的資料型態，且考量橫斷面資料間的差異性及時間序列間的差異性，能將個體本身不隨時間改變特有的差異性(個體效果)，或是隨時間改變但不因個體改變的差異性(時間效果)納入模型中予以評估。而根據不同的估計方式可進一步分類為：固定效果模型和隨機效果模型，以下分別逐一敘述。

一般線性橫斷面時間資料模型的形式如下：

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_i' X_{it} + u_{it} \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T$$
$$E(u_i)=0; \quad \text{Var}(u_i)=\sigma^2 < \infty$$

N 表示橫斷面時間資料中含有 N 個個體，T 表示時間序列的最大長度， X_{it} 為 $k \times 1$ 向量， β_i 為 $k \times 1$ 向量，k 為解釋變量的數目。另外， α_i 與 β_i 均為個體時間不變變量(individual time-invariant variable)，其值只受到橫斷面不同的影響。根據截距向量 α_i 與斜率向量 β_i 中各分量的不同限制要求，可分為混合迴歸模型(pooled regression model)、固定效果模型(fixed effect model or dummy variable model)及隨機效果模型(random effect model or component model)等三種模式。



(一)混合迴歸模型

若橫斷面之個體間沒有顯著差異，且從時間上觀察不同個體之間沒有顯著性差異(即沒有結構改變)，此時可將橫斷面時間資料混和利用 OLS 估計參數，此時模型可改寫為：

$$Y_{it} = \alpha + \beta' X_{it} + u_{it} \quad i=1, \dots, N; t=1, \dots, T$$

此式表示每個被觀察個體的迴歸式皆具有相同截距向，較不具有彈性。

(二)固定效果模型

固定效果模型亦可稱虛擬變數模型(dummy variable model)，模型假設母體內相似程度低，因此直接將母體全部觀察之所有橫斷面差異，在該模型中橫斷面資料的差異被包含在截距向中，可分成因橫斷面(個體)不同、時間不同或者是二者皆不同的固定效果模型

(a)橫斷面不同的固定效果模型：

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta' X_{it} + u_{it} \quad i=1, \dots, N; t=1, \dots, T$$
$$u_{it} \sim \text{i. i. d. } (0, \sigma^2)$$

α_i 是因為橫斷面(個體)不同造成的差異但其不隨時間而改變，所有個體對於可觀測解釋變數 X_{it} 的影響皆相同。

此模型可以虛擬變數(D_i)表達如下：

$$Y_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 D_2 + \dots + \alpha_N D_N + \beta' X_{it} + u_{it} \quad i=1, \dots, N; t=1, \dots, T$$

$$u_{it} \sim \text{i. i. d. } (0, \sigma^2)$$

$$D_i = \begin{cases} 1, & i = 2, \dots, N \\ 0, & \text{其他} \end{cases}$$



(b)時間不同的固定效果模型:

$$Y_{it} = K_t + \beta' X_{it} + u_{it} \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T$$
$$u_{it} \sim \text{i. i. d. } (0, \sigma^2)$$

K_t 會因不同橫斷面之時間不同造成的差異但其不隨橫斷面變化,而所有個體對可觀測解釋變數 X_{it} 的影響皆相同。

此模型可以虛擬變數(W_i)表達如下:

$$Y_{it} = \kappa_1 + \kappa_2 W_2 + \dots + \kappa_T W_T + \beta' X_{it} + u_{it} \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T$$
$$u_{it} \sim \text{i. i. d. } (0, \sigma^2)$$
$$W_i = \begin{cases} 1, & i = 2, \dots, T \\ 0, & \text{其他} \end{cases}$$

(c)橫斷面與時間皆不同的固定效果模型:

$$Y_{it} = \alpha_i + \kappa_t + \beta' X_{it} + u_{it} \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T$$
$$u_{it} \sim \text{i. i. d. } (0, \sigma^2)$$

此模型會因不同橫斷面及不同的時間而造成的差異,而所有個體對可觀測的解釋變數 X_{it} 的影響皆相同。

此模型也可以虛擬變數(D_i, W_i)表達如下:

$$Y_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 D_2 + \dots + \alpha_N D_N + \kappa_2 W_2 + \dots + \kappa_T W_T + \beta' X_{it} + u_{it} \quad i=1, \dots, N; \quad t=1, \dots, T$$
$$u_{it} \sim \text{i. i. d. } (0, \sigma^2)$$
$$D_i = \begin{cases} 1, & i = 2, \dots, N \\ 0, & \text{其他} \end{cases}$$
$$W_i = \begin{cases} 1, & i = 2, \dots, T \\ 0, & \text{其他} \end{cases}$$



(三) 隨機效果模型

隨機效果模型假設母體內的橫斷面間差異較小，相似程度高，並允許各橫斷面有一個不同的截距參數，因此共有兩個誤差項，又稱為誤差成分模型(error component model)，其模型假設如下：

$$\begin{aligned} Y_{it} &= \alpha + \mu_i + \beta' X_{it} + u_{it} \quad i=1, \dots, N; t=1, \dots, T \\ &= \alpha + \beta' X_{it} + \varepsilon_{it} \\ E(\mu_i) &= E(\varepsilon_{it}) = 0; \text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma_\mu^2 + \sigma_u^2 \end{aligned}$$

α 為未知的母體截距， u_{it} 為整體誤差， μ_i 為特定誤差，屬於第 i 個單位特有，不隨時間改變，並假設 μ_i 兩兩獨立且與 u_{it} 互為獨立。此外， $\text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{is}) = \sigma_\mu^2$ ($t \neq s$) 表示同一橫斷面不同時間的誤差是有相關的， $\text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) = 0$ ($i \neq j$) 表示不同橫斷面的誤差不具相關性。

(四) F 檢定

為得知個體間截距項是否相同，如果相同則應建立混合迴歸模型，否則應建立個體固定效果迴歸模型，在此係利用 F 統計量檢定做判斷。

$$H_0: \beta_{01} = \beta_{02} = \dots = \beta_{0j}$$

$$H_1: \beta_{0j} \text{ 不完全相等}$$

$$F(N-1, NT-N-K) = \frac{(R_u^2 - R_\gamma^2)/(N-1)}{(1 - R_u^2)/(NT-N-K)}$$

u 指未受限制的 LSDV (least squares dummy variable) 模型， γ 指受限制的 OLS 模型， R^2 為判定係數。當 F 統計量大於其對應的臨界值將拒絕虛無假設，代表各個固定效果估計值不完全相等，個體效果存在，此時應選擇固定效果模型。



(五) Hausman 檢定

在固定效果與隨機效果模型的選擇上，要先確認隨機效果的誤差項與自變數間是否有相關，Hausman 提出的變數衡量誤差模型檢定可用於判斷採行固定效果模型，或隨機效果模型何者為佳。此法假設經由固定效果和隨機效果計算所得之估計值具有一致性，則若兩估計值之間無顯著差異時，採用隨機效果模型較有效率；反之則應採行固定效果模型。

H_0 : 個體效果與解釋變量無關

H_1 : 個體效果與解釋變量相關

檢定統計量為：

$$H = (\beta_{\text{fixed}} - \beta_{\text{random}})' [\text{Var}(\beta_{\text{fixed}}) - \text{Var}(\beta_{\text{random}})]^{-1} (\beta_{\text{fixed}} - \beta_{\text{random}}) \sim \chi^2_{(k)}$$

β_{fixed} 為固定效果模型下所得到的估計量， β_{random} 為隨機效果模型下所得到的估計量， k 為解釋變數個數。在顯著水準 α 下，若 $H > \chi^2_{\alpha(k)}$ 則拒絕虛無假設，採用固定效果模型為宜；反之則應採用隨機效果模型。



4.2 資料來源

由於 F 股在台灣資本市場發展歷程較短，為確保資料的樣本點數量為適切，首先調查第一上市歷年掛牌情形。表 4-1 為歷年掛牌統計，從 2009 年首家 F 企業在台掛牌以來，至 2013 年底共有 38 檔 F 股票在台上市交易，其中 2011 年掛牌家數計有 13 家，為歷年最多。

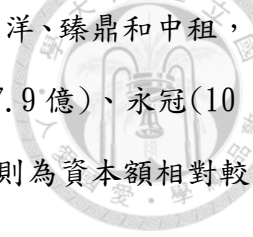
表 4-1 第一上市歷年掛牌統計

年度	掛牌名稱	公司名稱	產業類別	上市日期
2009	F-IML	安恩科技公司	半導體業	2010/05/18
	計 1 家			
2010	F-貿聯	貿聯控股 (BizLink Holding Inc.)	其他電子業	2011/04/21
	F-台南	台南企業(開曼)公司	貿易百貨	2011/10/24
	F-百和	百和興業公司(開曼)	其他	2011/05/18
	F-晨星	開曼晨星半導體公司	半導體業	2010/12/24
	F-亞德	亞德客國際集團	電機機械	2010/12/13
	F-慧洋	慧洋海運公司	航運業	2010/12/01
	F-美食	開曼美食達人公司	觀光事業	2010/11/22
	F-TPK	TPK Holding Co., Ltd.	光電業	2010/10/29
	計 8 家			
2011	F-永冠	永冠能源科技集團公司	電機機械	2012/04/27
	F-大洋	大洋百貨集團控股公司	貿易百貨	2012/06/06
	F-龍燈	龍燈環球農業科技公司	生技醫療業	2012/04/25
	F-臻鼎	臻鼎科技控股公司	電子零組件業	2011/12/26
	F-科嘉	科嘉(開曼)公司	電腦及週邊設備業	2011/12/26
	F-中租	中租控股公司	其他	2011/12/13
	F-福貞	福貞控股公司	其他	2011/11/01
	F-基勝	基勝(開曼)控股公司	其他	2011/12/06
	F-科納	科納光通公司	通信網路業	2011/08/31
	F-再生(原名:F-亞塑)	亞洲塑膠再生資源控股公司	塑膠工業	2011/08/17
	F-康聯	康聯控股公司	生技醫療業	2011/10/05

	F-鼎固	鼎固控股公司	建材營造	2012/12/07
	F-茂林	茂林光電科技(開曼)公司	光電業	2011/07/28
	計 13 家			
2012	F-鎧勝	鎧勝控股公司	電腦及週邊設備業	2013/01/25
	F-艾美	艾美特(開曼)國際公司	電器電纜	2013/03/21
	F-廣華	廣華控股公司	汽車工業	2012/12/19
	F-金麗	金麗集團控股公司	貿易百貨	2012/12/20
	F-鈺齊	鈺齊國際公司	其他	2012/10/18
	F-東科	東科控股公司	其他電子業	2012/11/05
	計 6 家			
2013	F-綠悅	綠悅控股公司	其他	2014/01/16
	F-矽力	矽力杰公司	半導體業	2013/12/12
	F-東明	開曼東明控股公司	鋼鐵工業	2013/12/16
	F-六暉	六暉控股公司	橡膠工業	2013/12/25
	F-淘帝	淘帝國際控股公司	貿易百貨	2013/12/30
	F-勝悅	勝悅新材料公司	塑膠工業	2014/01/14
	F-乙盛	乙盛精密工業公司	光電業	2013/11/25
	F-眾達	眾達科技公司	通信網路業	2013/11/20
	F-敦泰	敦泰科技公司	半導體業	2013/11/08
	F-麗豐	麗豐公司	生技醫療業	2013/11/27
	計 10 家			
2009-2013	共計 38 家			

資料來源:本研究整理

本研究利用台灣證券交易所、公開資訊觀測站以及鉅亨網等網路資源，找尋在 2012 年第一季至 2013 年第四季共計有 8 季都擁有自變數資料的企業。其次，本研究主要針對高成長型企業之股價探討，是以選擇之 F 股上市企業於 2012-2013 年的平均 EPS 能夠達到新台幣 5 元的標準，以及從 2011 年底持有該檔股票至 2013 年第四季這段期間的股價報酬率為正。最後，從這些篩選標準中脫穎而出之企業再依其資本額大小分為兩組，以下研究將就此兩組進行實證以利比較。



根據上述標準篩選後，在資本額較大的第一上市企業中有慧洋、臻鼎和中租，資本額(2013年底)分別約新台幣45、74和100億元。而貿聯(7.9億)、永冠(10億)、福貞(11億)、美食(14億)、亞德(17億)以及再生(20億)則為資本額相對較小的企業。以下將分別簡介：

(1)貿聯：創立於1996年，主要從事電腦周邊零組件、汽車、醫療、通訊以及太陽能設備相關連接線材、連接器組裝、連接器產品的研發、生產與銷售業務的企業集團。2013年產品應用比重以資訊佔39%最多，其次為車用26%、消費電子(8%)、醫療(8%)、太陽能(7%)、工業部位(6%)，光通訊與其他(3%)，其中車用、消費電子、太陽能成長較為顯著。

(2)永冠：成立於1971年，前身為台灣永冠鑄造公司。主要從事鑄件製造加工，並以客製化手工造模方式生產及銷售產品。業務範圍涵蓋廢鋼回收、模具製作、鑄造、機械加工、噴塗及組裝等。應用領域橫跨再生能源、射出成型機、產業機械及船舶業四大領域鑄件。

(3)福貞：1993年創立，係為中國三片式飲料及食品包裝空罐製造的領導廠商，主要專業生產三片式馬口鐵易開罐，具耐久性、耐高低溫、產品包裝安全性好，外表可精緻印刷增加產品附加價值；且符合國際環保要求，不殘留對環境污染。生產的罐型規格高達54種之多，日產能達一千萬支空罐，適用於各種飲料、水果蔬菜汁、乳品、咖啡、茶類、健康調理食品及化工壓力罐。

(4)美食：2003年創立，主要產品為麵包、蛋糕等烘焙產品及飲料。目前門市據點遍布世界各地，有台灣(341家)、大陸(410家)、香港(4家)、澳洲(5家)以及美國(7家)。依地區做劃分，2013年營收有72%來自大陸地區，台灣則貢獻22%；

以產品區分的話，蛋糕和麵包分別佔有三分之一強，飲料則接近 30%。另外，美國地區營收成長快速，單店月營收為上海門店平均單店月營業額的 5-7 倍，2013 年 9 月當地中央工廠的啟用也宣告下一波新成長動能將來自美國市場。



(5)亞德：成立於 1989 年，係為專業的氣動處理元件領導廠商，透過垂直整合的生產製程提供客戶全方位的氣動應用解決方案，包括產品設計、研發到量產，產品有氣動控制元件、氣動執行原件、氣源處理元件及氣動輔助元件。在技術研發方面，除鞏固在中階民生工業相關產品的高市佔率外，近兩年來亦積極朝中高階產品規格開發。

(6)再生：發源於 1980 年代，目前以三斯達(福建)塑膠公司為主要營運主體，主要係從事乙烯-醋酸乙烯共聚物(Ethylene-Vinyl Acetate copolymer；EVA)發泡材料之研發、製造及銷售業務，並以廢塑膠及邊角料再生運用。EVA 共混發泡製品具有良好可塑性、彈性佳、抗震、耐化學藥劑及耐低溫性等特點，在電子、汽車、船舶和建築裝飾等多個領域有廣泛的應用。

(7)慧洋：創立於 1999 年，現為台灣最具規模的散裝船隊船東之一，至 2013 年六月底，船隊規模已達 90 艘船，總載重噸位約三百萬噸，新造船訂單 24 艘，預計至 2014 年底船隊將逾 100 艘船。慧洋有超過 1700 名海員及超過 110 名岸上從業人員，以日本建造之年輕、高規格的船隊滿足日本及歐洲租家對營運效率之要求，並經由長期出租與自營比例之調控得以在穩健的基礎上彈性因應市場變化。

(8)臻鼎：成立於 2006 年，原名為鴻勝科技，主要產品線橫跨近年來成長最快速的軟性電路板(FPC)及高密度連接板(HDI)，這些是智慧型手機及平板電腦必備的材料，此外於 IC 載板及傳統的硬質電路板(R-PCB)也都有平均的發展，是全方

位的 PCB 大廠。



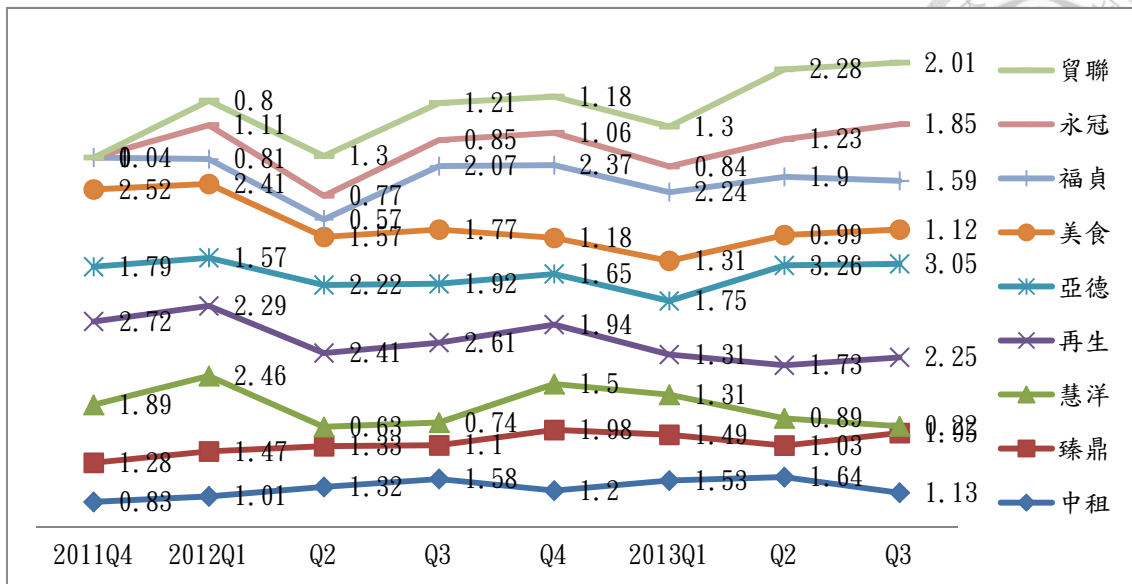
(9)中租：發軔於 1977 年在台灣成立的中國租賃公司，以提供設備租賃、分期付款業務為主要核心業務，因應中小企業發展之多元需求，近年更成功發展導入車輛、漁業、微型企業、資產融資、小額辦公室設備租賃、汽車租賃、ESCO 專案融資及存貨融資等新產品及利基型市場，全方位且專業化經營。

表 4-2 是 9 家 F 股企業從 2011 年第四季到 2013 年第 3 季的 EPS 統計，值得注意者：2012 年全年 EPS 除貿聯和永冠未達到新台幣 5 元標準外(分別為 4.49 以及 3.79)，其餘 7 家皆有達成此標準。而其每季 EPS 走勢則顯示於圖 4-1，EPS 波動幅度較大者有貿聯、永冠、福貞和慧洋；較小者有臻鼎和中租，其餘次之。

表 4-2 2011-2013 年 9 家 F 股的 EPS 統計

		EPS												
		2011Q4	2012Q1	前兩季	Q2	前三季	Q3	全年度	Q4	2013Q1	前兩季	Q2	前三季	Q3
資本額小	貿聯	-	0.8	2.1	1.3	3.31	1.21	4.49	1.18	1.3	3.58	2.28	5.59	2.01
	永冠	-	1.11	1.88	0.77	2.73	0.85	3.79	1.06	0.84	2.07	1.23	3.92	1.85
	福貞	1.04	0.81	1.38	0.57	3.45	2.07	5.82	2.37	2.24	4.14	1.9	5.73	1.59
	美食	2.52	2.41	3.98	1.57	5.75	1.77	6.93	1.18	1.31	2.3	0.99	3.42	1.12
	亞德	1.79	1.57	3.79	2.22	5.71	1.92	7.36	1.65	1.75	5.01	3.26	8.06	3.05
資本額大	再生	2.72	2.29	4.7	2.41	7.31	2.61	9.25	1.94	1.31	3.04	1.73	5.29	2.25
	慧洋	1.89	2.46	3.09	0.63	3.83	0.74	5.33	1.5	1.31	2.2	0.89	2.42	0.22
	臻鼎	1.28	1.47	2.8	1.33	3.9	1.1	5.88	1.98	1.49	2.52	1.03	4.47	1.95
	中租	0.83	1.01	2.33	1.32	3.91	1.58	5.11	1.2	1.53	3.17	1.64	4.3	1.13

資料來源：台灣證券交易所，本研究整理



資料來源：台灣證券交易所，本研究整理

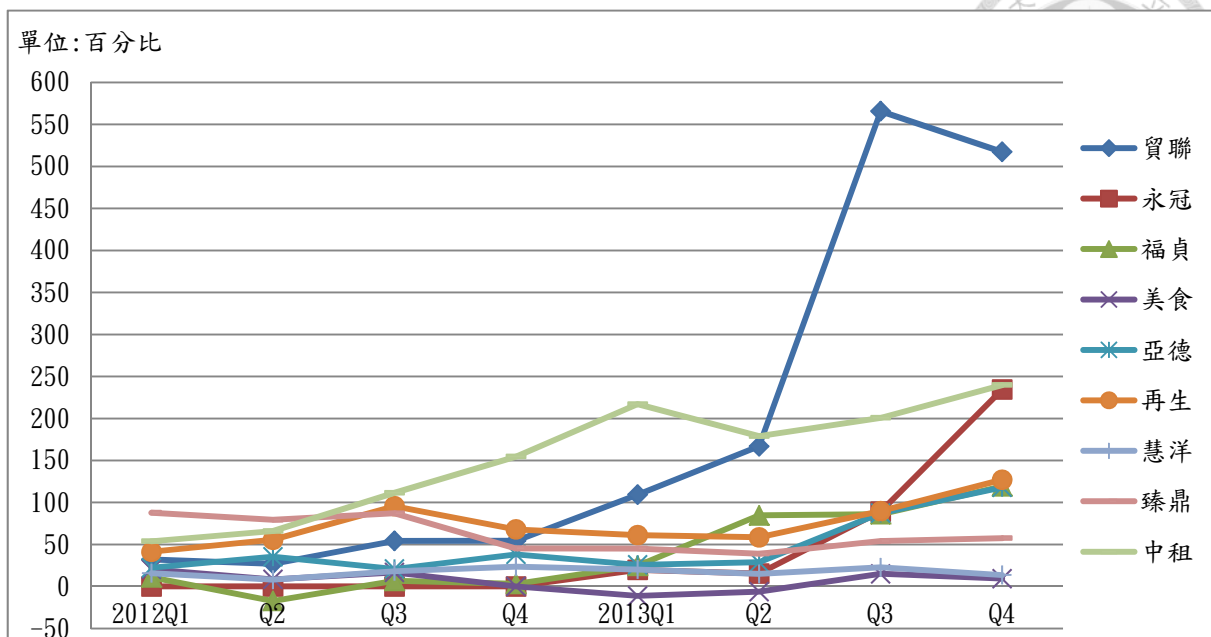
圖 4-1 2011-2013 年 9 家 F 股的 EPS 走勢

表 4-3 為持有 9 家 F 股企業股票至不同時點的股票報酬率，所有股票持有至 2013 年底之報酬率皆大於零，按大小排列依序為貿聯(517.34%)、中租(239.77%)、永冠(234.41%)、再生(127.10%)、福貞(119.16%)、亞德(118.02%)、臻鼎(57.43%)、慧洋(13.61%)，美食(9.33%)，其中永冠上市日期為 2012 年 4 月 27 日，因此於該年度並無資料。圖 4-2 則為股票報酬率走勢，除了美食和慧洋以外的 7 家企業股價報酬率都呈現出快速增高的趨勢。

表 4-3 持有至不同期限之股票報酬率

		個股投資報酬率							
		2011年底-2012/3/30	~6/29	~9/28	~12/28	~3/29	~6/28	~9/30	~12/31
資本額小	貿聯	32.07	27.02	54.23	54.46	109.32	166.96	565.76	517.34
	永冠	-	-	-	-	19.77(2012年底至)	15.37	89.14	234.41
	福貞	10.93	-17.22	6.69	3.07	24.64	84.57	86.03	119.16
	美食	20.44	8.51	16.68	0.08	-11.24	-6.13	15.03	9.33
	亞德	22.31	35.46	20.91	38.18	25.84	28.83	87.39	118.02
	再生	41.32	55.68	95.59	67.90	61.10	58.50	89.76	127.10
	慧洋	15.73	8.06	18.10	23.57	20.17	14.84	22.71	13.61
資本額大	臻鼎	87.74	79.31	87.09	45.24	45.04	38.94	54.14	57.43
	中租	53.82	65.96	111.46	154.67	217.00	178.94	200.76	239.77

資料來源：台灣證券交易所，本研究整理



資料來源:台灣證券交易所,本研究整理

圖 4-2 持有至不同期限之股票報酬率走勢

4.3 變數說明

本研究欲探討影響 F 股報酬率的重要因子，而 F 股係為外資企業來台上市，係以針對其特性，選擇本國股價報酬率、美國道瓊指數報酬率、外資持有比率、成交量周轉率、營收成長率以及大股東(>1000 張)持有股數百分比，共計 6 個自變數進行迴歸分析，以下就變數內容與影響分別說明如下並列於表 4-4。

(1) 台指報酬率：大盤走勢除顯示出整體經濟的表現外，也反映出投資人對於目前經濟情勢的解讀。預期將對 F 股報酬率有正向影響。(參見圖 4-3)

(2) 道瓊指數報酬率：美國股市為其經濟表現的風向球，也會連帶影響世界各地的股、匯市表現，進而影響以出口為導向企業的未來展望。(參見圖 4-4)

(3) 外資持有比率：具有指標作用，一方面是因為外資擁有資金相當充沛，另外則是外資對於投資的標的物及產業前景，往往有嚴謹而完整的研究，從而運用



其精準的預測在股市發揮其影響力。(參見表 4-6)

(4) 成交量周轉率：比率越高代表流動性越佳，其在市場上交易越熱絡，流動性風險低。(參見表 4-7)

(5) 營收成長率：衡量企業營運狀況重要的指標之一。(參見表 4-8)

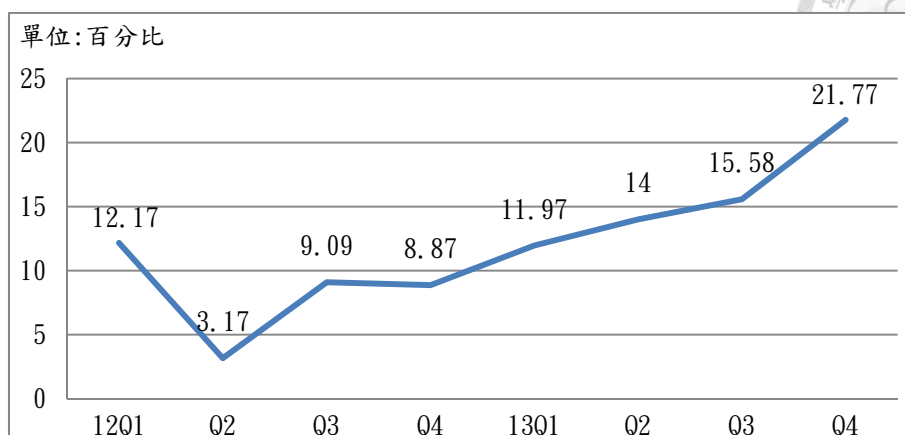
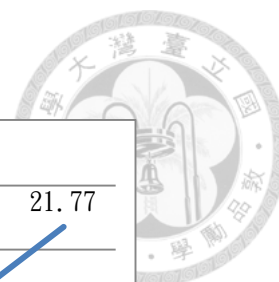
(6) 大股東持有比率：公司治理股權結構往往不只是影響財務績效也影響股價表現，大股東可能比董監事掌握更多公司持股，對公司影響不容小覷。此外，大股東通常比散戶投資人擁有較佳的公司內部營運、財務資訊，比較能夠了解企業未來發展的趨勢的前景，故其持有比率將具有正向指標作用。(參見表 4-9)

表 4-4 變數說明

	預期符號	計算方式	資料來源
台指報酬率	+	指數自 2011 年最後一個交易日起至該期的變動率，即為報酬率	台灣證券交易所
道瓊指數報酬率	+	指數自 2011 年最後一個交易日起至該期的變動率，即為報酬率	台灣證券交易所
外資持有比率	+	含陸資	台灣證券交易所
成交量周轉率	+	一段期間內成交量/總發行股數 *100%	台灣證券交易所
營收成長率	+	與前一季營收數據比較	公開資訊觀測站
大股東持有比率	+	持股大於 1000 張	神秘金字塔

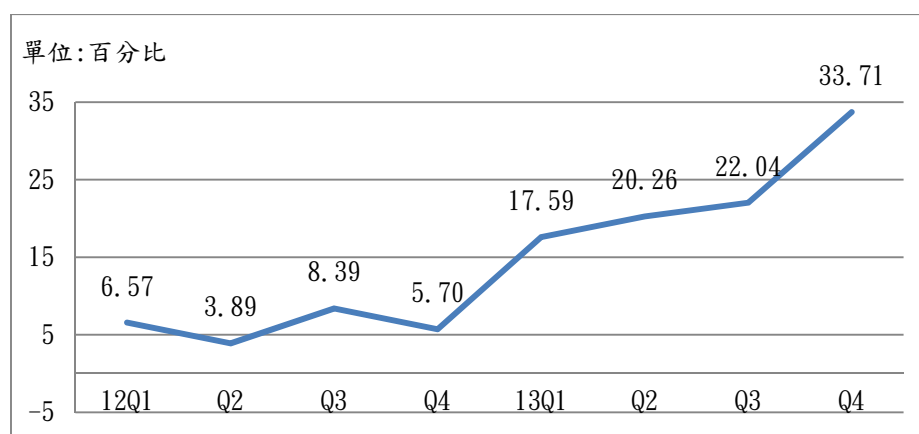
表 4-5 敘述統計

	最小值	最大值	平均數	標準差
台指報酬率	3.17	21.77	12.08	5.14
道瓊指數報酬率	3.89	33.71	14.77	9.80
外資持有比率	4.09	88.48	52.58	24.65
成交量周轉率	.64	105.42	12.07	17.89
營收成長率	-19.12	97.28	18.35	18.68
大股東持有比率	34.52	93.65	74.44	13.64



資料來源:台灣證券交易所,本研究整理

圖 4-3 台股加權指數報酬率



資料來源:台灣證券交易所,本研究整理

圖 4-4 美道瓊指數報酬率

表 4-6 外資持有比率

		2012Q1	Q2	Q3	Q4	2013Q1	Q2	Q3	Q4
資本額小	貿聯	36.92	35.27	32.43	31.99	32.07	28.1	32.96	34.12
	永冠	-	33.48	33.5	34.04	33.94	28.57	30.03	32.29
	福貞	70.32	71.87	72.1	72.23	72.48	66.96	62.86	62.1
	美食	61.65	61.65	61.28	60.2	61.89	59.79	60.44	59.06
	亞德	78.69	78.18	77.22	79.25	76.07	72.88	75.61	73.12
	再生	71.86	72.66	68.17	61.61	60.87	61.27	61.44	57.08
資本額大	慧洋	4.09	4.18	4.31	4.48	4.37	4.74	4.97	7.08
	臻鼎	88.48	85.17	79.24	77.33	75.13	75.17	76.42	75.83
	中租	8.94	31.1	35.66	66.72	69.88	70.48	61.67	65.04

資料來源:台灣證券交易所,本研究整理

表 4-7 成交量周轉率

		2012Q1	Q2	Q3	Q4	2013Q1	Q2	Q3	Q4
資本額小	貿聯	1.4	2.24	2.01	7.36	25.28	12.41	105.42	72.23
	永冠	-	4.17	5.76	3.88	6.95	2.76	58.16	72.48
	福貞	1.15	1.23	0.9	0.66	0.64	9.4	25.41	13.96
	美食	0.99	1.98	3.22	2.73	6.71	4.32	2.22	7.65
	亞德	8.11	5.14	5.21	1.91	4.82	7.44	12.77	13.08
	再生	2.76	2.97	8.41	14.17	9.57	4.19	12.43	17.14
資本額大	慧洋	1.93	2.74	2.65	1.63	6.73	2.63	2.16	5.04
	臻鼎	5.92	4.51	8.74	9.7	22.16	14.09	11.96	9.98
	中租	15.42	11.67	15.87	18.56	17.76	14.29	33.35	21.34

資料來源:台灣證券交易所,本研究整理

表 4-8 合併營業收入淨額增減百分比

		2012Q1	Q2	Q3	Q4	2013Q1	Q2	Q3	Q4
資本額小	貿聯	4.81	9.43	8.17	6.84	12.11	20.1	21.05	22.62
	永冠	30.23	25.22	8.92	0	-8.94	-8.66	1.67	11.51
	福貞	30.16	14.55	15.51	17.55	70.11	97.28	61.09	38.02
	美食	34.09	34.05	20.53	17.7	9.22	11.07	12.07	11.67
	亞德	-1.36	3.03	-1.27	1.02	15.54	23.68	28.12	28.35
	再生	30.33	27.44	21.54	16.82	-19.12	-4.56	3.04	19.54
資本額大	慧洋	15.94	14.87	16.37	11.18	-4.29	-2.7	-2.89	-0.82
	臻鼎	38.16	28.83	21.7	25.23	-3.1	-0.32	9.43	15.78
	中租	32.89	33.17	31.14	31.73	39.11	38.34	37.75	42.06

資料來源:台灣證券交易所,本研究整理

表 4-9 大股東持有比率

		2012Q1	Q2	Q3	Q4	2013Q1	Q2	Q3	Q4
資本額小	貿聯	47.98	46.46	40.79	40.54	38.94	39.51	41.74	34.52
	永冠	83.53	84.78	83.33	86.66	84.73	80.75	63.43	62.67
	福貞	79.92	81.79	82.14	82.69	81.92	74.49	71.28	72.86
	美食	91.17	89.43	86.98	87.2	87.32	88.04	87.37	83.52
	亞德	76.5	72.97	72.82	75.15	68.33	69.82	66.59	66.42
	再生	82.33	79.81	76.07	75.74	73.88	72.25	72.28	67.53
資本額大	慧洋	76.39	76.86	76.94	76.82	75.69	74.68	72.8	71.06
	臻鼎	93.65	91.32	87.18	84.81	84.49	84.1	82.45	81.13
	中租	80.92	81.94	78.85	78.74	75.86	74.39	69.28	72.53

資料來源:台灣證券交易所,本研究整理

第五章 實證結果分析



5.1 模型檢定

在進行實證研究分析之前，首先以 F 檢定判斷各股票間是否存在不同特性，而根據樣本資料性質，決定採用混合迴歸模型、固定效果模型，抑或是隨機效果模型。若經過 F 檢定後各股票間存有個別差異效果，則須進一步檢定是否存在特定的個別誤差項。Hausman 檢定假設固定效果和隨機效果估計值具有一致性，當兩種估計方法所得之估計值無顯著差異時，則採隨機效果模型較有效率；反之則採行固定效果模型為宜。

表 5-1 顯示：根據 F 檢定結果，拒絕混合效果模型、採用固定效果模型；Hausman 檢定則拒絕隨機效果模式、採用固定效果模型。據此，本研究應採行固定效果迴歸模型較為適當。

表 5-1 檢定量表

		F 檢定	Hausman 檢定
模式		H ₀ :混合效果模型 H ₁ :固定效果模型	H ₀ :隨機效果模型 H ₁ :固定效果模型
統計量	資本額小	24.150*	7.182***
	資本額大	31.876*	9.725**

註：*P<0.05 **P<0.01 ***P<0.001

表 5-2 為變數間相關係數的整理，其中台指報酬率與道瓊指數報酬率呈現高度正相關，與成交量周轉率呈現中度正相關；道瓊指數報酬率與成交量周轉率呈現中度正相關，與大股東持有比率呈現低度負相關；營收成長率與外資持有比率呈現低度正相關；外資持有比率與大股東持有比率呈現中度正相關。最後，成交量周轉率與大股東持有比率呈現中度負相關。

表 5-2 研究變數間的簡單相關分析

	台指 報酬率	道瓊指數 報酬率	營收 成長率	外資 持有比率	成交量 周轉率	大股東 持有比率
台指 報酬率	1					
道瓊指數 報酬率	.914**	1				
營收 成長率	0.035	0.014	1			
外資 持有比率	-0.015	-0.015	.285*	1		
成交量 周轉率	.406**	.432**	0.071	-0.119	1	
大股東 持有比率	-0.23	-.259*	0.101	.329**	-.479**	1

註：*P<0.05 **P<0.01



5.2 實證結果分析

表 5-3 為依照資本額大小區分進行迴歸分析的結果，資本額小的企業有貿聯、永冠、福貞、美食、亞德和再生此 6 家，資本額大之企業則是慧洋、臻鼎和中租此 3 家。

表 5-3 區分資本額大小之模型估計結果

變項	迴歸係數	標準差	t 值	P-value	
小資本額公司					
截距	-587.829	143.129	-4.107	0.000	***
台指報酬率	-0.400	2.677	-0.149	0.882	
道瓊指數報酬率	3.092	1.577	1.961	0.059	*
外資持有比率	-0.988	2.418	-0.409	0.685	
成交量周轉率	4.789	0.379	12.629	0.000	***
營收成長率	0.591	0.356	1.659	0.107	
大股東持有比率	6.516	1.966	3.314	0.000	***
大資本額公司					
截距	-267.771	203.755	-1.314	0.209	
台指報酬率	-0.165	1.836	-0.090	0.930	
道瓊指數報酬率	1.406	1.210	1.162	0.263	
外資持有比率	2.101	0.348	6.035	0.000	***
成交量周轉率	1.934	1.083	1.786	0.094	*
營收成長率	1.467	0.527	2.784	0.014	**
大股東持有比率	1.146	2.154	0.532	0.602	
	資本額小	資本額大			
Wald Chi-Square	4.000	2.739			
F-statistic	7.182	9.725			
Prob(F-statistic)	0.000	0.002			
R Square	0.854	0.914			
Ajusted R Square	0.830	0.884			

註：*P<0.05 **P<0.01 ***P<0.001

(1) 台指報酬率對資本額大、小公司皆無顯著影響，且迴歸係數甚至為負，顯示台指報酬率與 F 股報酬率之間可能呈現負相關，原因可能為 F 股營運重心和營



收來源主要在海外市場(中國大陸為主)，因此台灣股市的起落對其股價的影響相對輕微，受到台灣經濟的系統性風險影響較小。

(2) 道瓊指數報酬率在資本額大、小公司之迴歸係數皆為正，顯示與 F 股報酬率之間可能呈現正相關，且係數的顯著水準在小資本額公司小於 0.05，但於大資本額公司則為不顯著。

(3) 外資持有比率則在資本額大、小公司的係數分別為正、負號，且在大資本額公司顯著水準小於 0.001，小資本則為不顯著。可能原因是外資持有比率是一個正向訊號，顯示外資對企業投資活動和未來展望持有較正面看法，進而可能推升股價。

(4) 成交量周轉率將反映流動性大小，周轉率越大表示流動性越佳，有利於投資人進行股票買賣行為。成交量周轉率在大資本額公司的顯著水準小於 0.01，而在小資本額的顯著水準則小於 0.001，表示成交量周轉率對 F 企業股價報酬率的重要性，且在小資本額公司更為顯著也反映出，資本額小的企業因較易受到外在經濟事件的衝擊，而且大型基金以及機構投資人對於小資本額企業也較不感興趣，因此投資人對於小資本額企業有較高流動性溢酬要求，以補償其所承受的額外風險。

(5) 營收成長率在資本額大、小公司之迴歸係數皆為正，且在大資本額公司的顯著水準小於 0.01，小資本額則為不顯著，顯示營收成長率與股價報酬率之間呈現正相關，符合本研究預期。

(6) 大股東持有比率在資本額大、小公司之迴歸係數皆為正，一方面可能是因為大股東擁有較佳的公司內部資訊，其持股比率高表示公司於未來將擁有好的投資機會或是其他相關利多事件；另一方面大股東持有比率高也可透露出大股東對公司治理成果有信心，此將傳達出正面訊號，有利增加投資人投資信心。而大股東持有比率在大資本額公司為不顯著，但於小資本額公司的顯著水準小於 0.001，顯示較高的大股東持有比率是正面訊號，可吸引投資人，道理如同成交量周轉率。

統整上述結果，在資本額小的組別中，道瓊指數報酬率、成交量周轉率和大股東持有比率對其股價報酬率有正面且顯著的影響；而資本額大的組別中，外資持有比率、成交量周轉率以及營收成長率則對其股價報酬率有正面且顯著的影響。整理如下：

表 5-4 個股報酬率與變數間關係彙總

變數	台股指數 報酬率	道瓊指數 報酬率	外資持有 比率	成交量 周轉率	營收 成長率	大股東 持有比率
資本額小		+*		+***		+***
資本額大			+***	+*	+**	

註：*P<0.05, **P<0.01, ***P<0.001。+代表正相關，-代表負相關，其餘代表不具顯著性

不區分資本額大小進行自變數對股價報酬率之模型分析，結果如表 5-5 顯示：除台股指數報酬率此變數對 F 股報酬率之影響為負，但統計上不顯著，其餘變數的迴歸係數皆為正，顯示對報酬率有正向影響，且顯著水準皆小於 0.01。比較前述不區分資本額大小所得之結果，相同處為台股報酬率的迴歸係數在統計上仍為不顯著，相異處為其餘變數皆呈現顯著。

表 5-5 不區分資本額大小之模型估計結果

變項	迴歸係數	標準差	t 值	P-value	
截距	-575.207	40.359	4.434	0.000	***
台指報酬率	-0.135	2.800	0.158	0.875	
道瓊指數報酬率	2.717	1.482	1.128	0.018	**
外資持有比率	1.847	0.254	7.445	0.000	***
成交量周轉率	4.616	0.383	10.688	0.000	***
營收成長率	0.858	0.314	4.928	0.000	***
大股東持有比率	5.278	0.498	-3.865	0.000	***
Wald Chi-Square	5.148				
F-statistic	9.793				
Prob(F-statistic)	0.000				
R Square	0.808				
Ajusted R Square	0.789				

註： *P<0.05 **P<0.01 ***P<0.001

第六章 結論與建議



近年來國際主要資本市場皆積極採取措施吸引外國企業於當地掛牌上市，欲以提升其市場之知名度，增加競爭力，台灣亦不例外，政府於 2008 年後採取一些對應措施，以提高外資企業回台掛牌上市之誘因。本研究以介紹台商主要海外掛牌上市之資本市場作為楔子，加以迴歸模型來分析來台第一上市股票之報酬率評價，欲以研究 F 股背後之股價評價方式，找出何種因子在投資人眼中具有正向訊息，進而針對此些面向做政策上之加強，或是改善，俾以增加投資人信心，而能真正讓第一上市股票在台灣市場持續興盛。

1980 年代起，台商因應投資環境的改變而漸漸朝海外發展，在這過程中因籌資需求進而在當地上市櫃。目前台商於海外上市家數共計有 125 家，主要掛牌地點為香港(49%)、新加坡(16%)、泰國(14%)，和中國大陸(8%)。

在迴歸模型實證研究中，針對在 2012 年第一季至 2013 年第四季共計有 8 季都擁有自變數資料的 9 家 F 股企業，依資本額由小至大分別為貿聯、永冠、福貞、美食、亞德、再生、慧洋、臻鼎與中租。此 9 家企業的共同特色為其股價報酬率表現相對於同時期之其他 F 股企業出色，並且於兩年期間之平均 EPS 能夠維持在 5 元新台幣左右的水準。以下依資本額大小為區分說明如下：

一、小資本額

道瓊指數報酬率、成交量周轉率以及大股東持有比率對其股價報酬率有正向影響，且在統計上顯著。可能原因是其資本額相對小，經濟事件的衝擊對其影響較大，讓投資人重視成交量周轉率和大股東持有比率這兩項指標。高成交量周轉率表示其股票在市場上交易熱絡，因此流動性亦較佳；而大股東持有比率較高則顯示大股東對公司治理較有信心(因其通常擁有較佳的公司內部資訊)，也可以吸引到投資人投資。



二、大資本額

外資持有比率、成交量周轉率和營收成長率對其股價報酬率有正向影響，且在統計上顯著。外資一般而言較願意將資金投入於資本額較大之企業，原因有其財務結構較穩固，在市場上具有較大之影響力等因素。因此，外資持有比率高是一正向訊號。成交量周轉率的道理與前述資本額小的道理相似，加上 F 股在台灣股市發展歷史短，因此流動性是投資人選擇投資標的的重要因素。

海外企業來台第一掛牌上市自 2009 年發展至今將近 5 年，從 2010 年起平均每年掛牌家數約 10 家，至 2013 年底總共有 38 家 F 股企業掛牌上市，因此本研究在樣本點之蒐集上受到時間長度上的限制而無法對大多數 F 股票作評價。建議後續研究者可在未來 F 股在台發展歷程更長，同時市場也愈趨成熟時，將可以選取到較多家企業的資訊，而得以將企業間的不同特性(本研究為資本額)做更加詳細的區分，以期能夠比較完整探討 F 股票評價方式。

參考文獻



中文部分

1. 丁克華，從海外台商主要掛牌市場探討台灣資本市場的國際競爭力，財團法人中華民國證券暨期貨市場發展基金會，2010年12月。
2. 中華經濟研究院，2007年對海外投資事業營運狀況調查分析報告，2008年12月。
3. 中華經濟研究院，2013年對海外投資事業營運狀況調查分析報告，2013年12月。
4. 江正義，企業上市動機與績效之研究—以台商在台灣或香港上市為例，國立政治大學經營管理碩士學程(EMBA)學位論文，2007年。
5. 沈中華、王偉芳，香港上市與台灣上市上櫃的比較，證券櫃檯月刊第116期，2006年2月。
6. 沈中華、譚家典，企業赴海外上市之動機、地點選擇及效益之探討(以台商為例)，國立政治大學商學院經營管理碩士學位論文，2008年1月。
7. 林修葳、何佳、黃維喬、王文宇、劉憶如，從台商海外上市看台灣資本市場國際化專題研究報告，2007年1月。
8. 許雅鈞，企業跨國掛牌研究—以台灣市場為個案，國立政治大學財務管理研究所碩士學位論文，2007年。
9. 馬黛、黃仲涵，台商赴海外上市之決定因素—香港、新加坡、泰國、越南及大陸之實證，國立中山大學財務管理研究所碩士論文，2008年6月。
10. 劉玉珍、許雅鈞，台灣資本市場如何迎接國際化的挑戰，證券櫃檯月刊 No. 127，2007年2月。

英文部分



1. Amihud, Y. and H. Mendelson, 1986, Asset Pricing and the Bid-ask Spread, *Journal of Financial Economics* 17, 223-249
2. Ashbaugh, H., 1997, Non-US Firms Accounting Standard Choices in Accessing Foreign Markets, Working Paper, University of Iowa.
3. Bancel, F. and U. R. Mittoo, 2000, Managerial Perceptions of Costs and Benefits of Foreign Listing: European Evidence, ESCP-EAP Working Paper 00-149.
4. Batram, S. M., and G. Dufey, 2001, International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 10 (3), 85-155.
5. Black, F. Jensen, M. C. Scholes, M. 1972, The capital asset pricing model: Some empirical tests, in: M. Jensen, ed., *Studies in the theory of capital market*.
6. Catalan, M., G. Impavido, and A. R. Musalem, 2000, Contractual Savings of Stock Market Development: Which Lead? Policy Research Working Paper 2421, World Bank, August.
7. Cheung, S. and J. Lee, 1995, Disclosure Environment and Listing on Foreign Stock Exchanges, *Journal of Banking and Finance* 19, 347-362.
8. Coffee, J., 2002, Racing Towards the Top? The Impact of Cross-listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance, *Columbia Law Review* 102, 1757-1831.
9. Doidge, C., 2004a, Do Changes in Laws Matter for Ownership and Control Evidence from Emerging Markets Firms that List in the U.S, Working Paper, University of Toronto, Toronto, Canada.
10. Hargis, K. and P. Ramanlal, 1998, When Does Internationalization Enhance the Development of Domestic Stock Markets, *Journal of Financial Intermediation*,

7(3), 263–292.

11. Henderson Brian J., Narasimhan Jegadeesh, and Michael S. Weisbach, 2006, World Markets for Raising New Capital, *Journal of Financial Economics*, 82, 63–101

12. Lintner, J., “The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets,” *Review of Economics and Statistics*, Vol. 47, No. 1, 1965, pp. 13-37.

13. Martin Philippe and Hélène Rey, 2000, Financial Integration and Asset Returns, *European Economic Review*, 44, 1327-1350.

14. Pagano Marco, Ailsa A. Röell, and Josef Zechner, 2002, The Geography of Equity Listing: Why Do European Companies List Abroad?, *Journal of Finance*, 57, 2651-2694.

15. Pagano Marco, Otto Randl, Ailsa A. Röell, and Josef Zechner, 2001, What Makes Stock Exchanges Succeed? Evidence from Cross-Listing Decisions, *European Economic Review*, 45, 770–782.

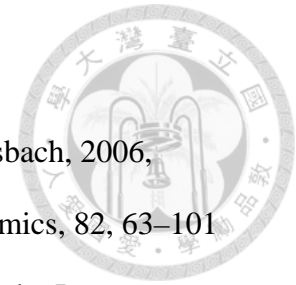
16. Pulatkonak, M. and G. Sofianos, 1999, The Distribution of Global Trading in NYSE-listed Non-U.S. stocks, Working Paper, NYSE 99-03, New York.

17. Reese, W. A. Jr. and M. S. Weisbach, 2001, Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listing in the United States, and Subsequent Equity Offerings, NBER Working Paper No. 8164

18. Rosenberg , Kenneth Reid , and Ronald Lanstein.1985, Persuasive evidence of market inefficiency, *The Journal of Portfolio Management*, Spring 1985, Vol. 11, No.3:pp. 9-16

19. Ross, S. A., The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, *Journal of Economic Theory*, Vol. 13, No.3, 1976, pp. 341-360.

20. Sharpe, W. F., “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under



Conditions of Risk,”Journal of Finance, Vol. 19, No. 3, 1964, pp. 425-442.

21. Stoughton, N., K.P. Wong and J. Zechner, 1998, IPO's and Product Quality,

University of Vienna, Working Paper.

22. Subrahmanyam Marti G., 1975, On the Optimality of International Capital

Market Integration, Journal of Financial Economics, 2(1), 3-28



網頁部分

公開資訊觀測站: <http://mops.twse.com.tw/>

台灣證券交易所: <http://www.twse.com.tw/>

行政院金融監督管理委員會-證期局網站 <http://www.sfb.gov.tw>

全球台商服務網網站: <http://twbusiness.nat.gov.tw/>

香港聯合交易所網站 <http://www.hkex.com.hk>

神秘金字塔網站: <http://norway.twsthr.info/>

麥樹仁投資社群網站: <http://makssin.blogspot.tw/>

鉅亨網: <http://www.cnyes.com/>

經濟部投資審議委員會網站: <http://www.moeaic.gov.tw/>

Wiki: <http://zh.wikipedia.org/>